

***XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA  
DE HISTÓRIA ECONÓMICA E SOCIAL***

**Sessão “The Capital Market in the last two centuries”**

(Porto, 13-14 de Novembro de 2009)

**Empresas na Bolsa de Lisboa no último quartel do século XIX**

(Versão preliminar. Não citar sem permissão dos autores)

**Amélia Branco (GHES – ISEG – UTL)  
Pedro Neves (GHES – ISEG – UTL)  
Rita Martins de Sousa (GHES- ISEG- UTL)**

**Resumo**

O Gabinete de História Económica e Social (GHES) iniciou recentemente um projecto designado “O Desenvolvimento dos mercados financeiros em Portugal (séculos XVIII a XX)”. Uma das vertentes deste projecto assenta na construção de um índice bolsista que possibilite comparações de ordem nacional (com outras variáveis macroeconómicas) e de ordem internacional (com índices da mesma natureza).

Esta comunicação é um primeiro contributo no âmbito deste projecto de investigação. Com base na análise das listas de cotações da Bolsa de Lisboa entre 1870 e 1910, pretende-se traçar o perfil desse mercado na óptica das empresas que a ele recorriam para se financiar. Procurar-se-á, para o período de tempo considerado, acompanhar a evolução de um conjunto de indicadores designadamente, a distribuição sectorial das empresas cotadas e a sua representatividade em termos de número e de capital em bolsa. Constitui ainda objectivo desta comunicação o estudo comparativo da dimensão e do perfil do mercado bolsista lisboeta com o de outros casos nacionais.

**Palavras-chave:** desenvolvimento financeiro; mercado de capitais; Bolsa de Lisboa.

**Abstract**

The Office of Economic and Social History (Gabinete de História Económica e Social), a research centre from ISEG, recently started a research project entitled “The development of financial markets in Portugal between the 18<sup>th</sup> and the 20<sup>th</sup> centuries”. One of the goals of this project is to build a stock index which will allow the comparisons at a national (with other macroeconomic indicators) and international level (with similar indexes).

This paper is a first contribution under this research project. It starts by analysing the list of companies present in the Lisbon Stock Exchange between 1870 and 1910. Based on that list, the aim of this study is to draw the profile of the stock market during several benchmarks. For the time period in analysis several indicators will be monitored, namely, the branch distribution of listed companies and their representative features in terms of number of societies and capital stock. A comparison of the dimension and profile of the Lisbon Stock Market with the other national cases is also present in the study.

**Keywords:** Financial development; capital markets; Lisbon Stock Exchange.

## INTRODUÇÃO

A ligação entre sistema financeiro e crescimento económico tem como estudos seminais as obras de Alexander Gerschenkron (1966) e de Rondo Cameron (1967). Na década de 1960, as interrogações direccionavam-se quer para a existência ou não de endogeneidade das instituições financeiras nos processos de crescimento quer para a problemática das empresas bancárias, enquanto facilitadores do crescimento ou com um papel mais activo no início desse processo. Nos finais da década de 1960, num contexto de liberalização do movimento de capitais e de um acesso crescente das empresas ao mercado de capitais a investigação passou a direccionar-se igualmente para a bolsa de valores. Assim, avaliar o efeito da intensidade de intermediação no desempenho económico e determinar o sentido da causalidade são problemas presentes nos estudos empíricos entretanto desenvolvidos<sup>1</sup>.

Para Portugal, a investigação histórica sobre a bolsa de valores encontra-se ainda numa fase incipiente, contando-se entre os avanços mais importantes a investigação de David Justino sobre a *História da Bolsa de Lisboa* (1994) e o artigo de Jaime Reis (2005). A comunicação que agora se apresenta constitui mais um contributo para a problemática do mercado de capitais e sua relação com o crescimento económico. Trata-se ainda da primeira fase de um projecto que visa o estudo do mercado de capitais em Portugal ao longo dos séculos XIX e XX<sup>2</sup>.

O projecto agora iniciado seguirá as linhas de investigação que se têm desenvolvido a nível internacional sobre os mercados bolsistas. Os objectivos destes estudos têm-se

---

<sup>1</sup> Podem arrumar-se estes estudos empíricos em 3 tipos. Um primeiro refere-se a estudos temporais (*time series studies*) cujos resultados de ligação entre o desenvolvimento financeiro e o desempenho económico têm sido mistos, ou seja as conclusões apontam para causalidades bidireccionais. Os estudos espaciais (*cross-country studies*) têm concluído sobre os efeitos positivos do desenvolvimento financeiro no crescimento económico, isto é, trata-se de uma das variáveis que influenciam positivamente o crescimento. Um terceiro tipo de estudos empíricos estudam a estrutura financeira empresarial e as respectivas fontes de financiamento concluindo que o sistema financeiro facilita crescimento da empresa. Num contexto histórico existem estudos (Becht e Ramirez, 2003) que demonstram que as empresas alemãs de aço com uma relação estreita com os Bancos de Investimento, no início do século XX, estavam menos constringidas em termos de liquidez do que as empresas sem essa relação financeira.

<sup>2</sup> Este projecto será desenvolvido no âmbito do Gabinete de História Económica e Social (GHES) do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG) da Universidade Técnica de Lisboa (UTL). Este projecto recebe financiamento da FCT / POCTI 2010.

localizado quer na explicação da dinâmica do mercado e na sua dimensão comparada, quer nas suas determinantes micro e macroeconómicas (Goetzman, 1994; Hautcoeur, 1995; Arbulu, 1998; Castañeda e Taffunel, 2001).

Estes objectivos implicam o elencar de diversas questões centrais, designadamente:

- que papel da Bolsa na actividade económica, em Portugal;
- quando é que a Bolsa de Lisboa deixou de ser um mercado *emergente* e se tornou num mercado *financeiro*?
- que relação existe entre as conjunturas bolsistas e a conjuntura económica?
- de que forma o enquadramento institucional facilitou ou, pelo contrário, colocou entraves ao acesso das empresas/sectores ao mercado de capitais?
- em que medida o Estado criou incentivos conducentes a esta forma de financiamento empresarial?

Nesta comunicação os nossos objectivos são identificar que empresas estão presentes na Bolsa de Lisboa entre 1870 e 1910, e realizar uma primeira análise da evolução dessa população tendo presente o enquadramento institucional e a conjuntura económica. O inquérito a realizar processar-se-á na óptica do mercado primário, isto é, na óptica da oferta. No âmbito deste questionário e para caminhar no sentido dos objectivos enunciados apresentaremos para cinco *benchmarks*<sup>3</sup> o número de empresas, os sectores representados, o capital em Bolsa, a relação entre mercado bolsista e o contexto macroeconómico e institucional.

Para atingir estes objectivos dividiu-se esta comunicação em duas secções. Na primeira apresenta-se o enquadramento institucional, ainda muito geral, do mercado bolsista em Portugal, sublinhando a importância de algumas alterações relativas à emissão de títulos e sua admissão à cotação introduzidas pelo Código Comercial de 1888. Na segunda secção expõe-se uma abordagem preliminar da dimensão do mercado bolsista na actividade económica em Portugal, assim como o estudo das empresas listadas na Bolsa de Lisboa quer numa perspectiva quantitativa e sectorial quer numa perspectiva dos montantes de

---

<sup>3</sup> Os dados agora apresentados são decenais, contemplando os seguintes anos: 1870, 1880, 1890, 1900 e 1910.

Capital das empresas cotadas. Concluímos com uma primeira aproximação ao mapeamento e caracterização das empresas presentes na Bolsa de Lisboa entre 1870 e 1910.

## 1. O Enquadramento institucional do mercado bolsista em Portugal

Diversos estudos têm demonstrado como o enquadramento institucional condicionou a actividade nas principais bolsas durante o século XIX, designadamente, Londres, Nova Iorque, Paris e Espanha (Neal, Davis, 2005; Cagigal, 2008). Trata-se de caracterizar a origem das bolsas - iniciativa privada ou do Estado, a sua *governance*, o perfil dos seus membros e a informação financeira disponível. De forma mais específica, de entre as questões que se colocam no estudo do enquadramento institucional, destaquem-se as relacionadas com: o quadro legislativo, a organização interna, as condições de admissão à cotação em bolsa, as informações a prestar pelas entidades emitentes, os custos para os investidores, assim como a informação facultada pela Bolsa aos agentes económicos (boletim de cotações, relatórios, estudos, estatísticas, notas informativas). Atendendo aos objectivos a que nos propomos nesta comunicação, o enfoque far-se-á em torno do estudo do quadro legal geral e dos *Regulamentos* específicos da actividade bolsista.

A Bolsa de Lisboa<sup>4</sup> data de 1769, sendo as operações bolsistas durante algum tempo enquadradas pela prática tradicional entre negociantes e corretores. Esta prática contemplava a regulação semanal dos câmbios às 2<sup>a</sup> feiras, assim como a publicação do

---

<sup>4</sup> Em Portugal, a Bolsa de Lisboa continuou a ser a única até 29 de Janeiro de 1891, data do Decreto que autoriza a instituição de uma *Bolsa geral* na Praça do Porto, dando-se finalmente cumprimento ao estabelecido pela Carta de Lei de 19 de Junho de 1841. Esta Carta de Lei concedeu ao corpo do comércio do Porto o edifício do extinto convento de S. Francisco da mesma cidade, para nele se estabelecer praça ou bolsa, depois de ter sido reedificado pela Associação Comercial. O Decreto de 1891 considerando que esse edifício já estava em condições de funcionamento autorizou a instituição de uma bolsa geral na praça do Porto, com sede no referido edifício e para todas as operações constantes do título VIII do Livro Segundo do Código Comercial de 1888.

nome dos corretores no *Almanach de Lisboa*, que ainda eram corretores gerais e não corretores especializados em operações de mercados de valores (Justino, 1994). No entanto, o novo enquadramento legal do século XIX produziu alguns Regulamentos que foram delineando de forma mais apurada quer as competências dos Corretores quer a forma de operacionalizar a actividade em Bolsa.

No âmbito dos Corretores, os regulamentos datam de 1825, 1837, 1889 e 1901. Alguns aspectos presentes no Regulamento dos Corretores de 1825 não se alteraram nos regulamentos posteriores, nomeadamente, o facto destes serem agentes de nomeação régia anual e de não poderem fazer comércio por sua conta nem por interposta pessoa. No entanto, será em 1837 que o novo regulamento, saído já depois da aprovação do *Código Comercial*, da autoria de José Ferreira Borges, em 1833, fixará o número de corretores em função da sua especialização. Assim, são admitidos doze corretores na Praça de Lisboa, sendo quatro destes para câmbios e fundos públicos, dois para navios, seguros e transportes, e seis para mercadorias e leilões. A especialização “câmbios e fundos públicos” surge como um passo decisivo para a autonomização daquela que virá a ser a Bolsa de Valores. Neste regulamento de 1837 admite-se igualmente a formação de uma Câmara de Corretores composta por cinco membros eleitos anualmente em Assembleia Geral e de cujas funções se destaca a cotação dos preços, designadamente dos fundos públicos e a sua publicação semanal numa Folha Mercantil assinada pelo Síndico e pelo Secretário, assim como a aferição da rectidão dos fundos cotados, apesar da autorização ter de ser concedida pelo Governo. Uma alteração em relação ao Regulamento de 1825 prende-se com o número de corretores, pois se neste esse número era fixado em 12 para Lisboa e 8 para a Praça do Porto, em 1837 determina-se apenas o seu número para Lisboa – mantêm-se 12 – enquanto para as outras Praças se explicita que o número de corretores será função de dois critérios conjugados, população e volume de transacções.

O Código Comercial de 1888 implicou alterações importantes no mercado de capitais. Entre essas modificações destaque-se desde logo, o facto das Bolsas das várias Praças passarem a ser administradas pela respectiva Associação Comercial ou, no caso de estas não existirem, pelo Secretario do respectivo Tribunal do Comercio. Refira-se, no entanto,

que a sua constituição e fiscalização continuará a ser competência do governo por intermédio do Ministério das Obras Públicas, Comércio e Indústria. A outra inovação presente no Código de 1888 prende-se com a alteração da decisão de admissão de títulos à cotação, uma vez que esta deixou de ser competência do Governo e passou a ser deliberado pela Câmara dos Corretores. Assim, este órgão passou a decidir da admissão à cotação de quaisquer títulos, com excepção dos fundos públicos nacionais legalmente negociáveis e automaticamente admitidos e dos fundos públicos estrangeiros, acções e obrigações de sociedades e empresas constituídas em país estrangeiro que careciam de autorização do governo.

Sobre as condições requeridas para a admissão à cotação dos títulos, o artigo 352.º do Código Comercial determina que a Câmara dos Corretores só admitirá os títulos que considerar “legalmente emitidos e suficientemente garantidos” sem se explicitar os preceitos para tal aferição. Por sua vez, em 1901 (Decreto de 10 de Outubro) o *Regulamento do Serviço e Operações das Bolsas de Fundos Publicos e Particulares e Outros Papeis de Credito* refere um conjunto de outras exigências ligadas à admissão à cotação de fundos e títulos de crédito nacionais, a saber:

- determina-se que a admissão à cotação de fundos e títulos nacionais só se tornará efectiva depois de comunicada à Direcção Geral do Comércio e Indústria, e publicitado por meio de aviso afixado na Bolsa e publicado no *Diário do Governo*;
- determina-se que a admissão à cotação poderá ser requerida pela entidade emissora ou por portadores dos títulos a cotar;
- determina-se que da decisão da Câmara dos Corretores poderá haver recurso.

Contudo, este regulamento continua a não enumerar que critérios fundamentam a resolução dos Corretores. Possivelmente as decisões seriam tomadas com base nos requisitos legais para a emissão de títulos que o Código Comercial de 1888 impôs. A obrigatoriedade de registo comercial da emissão de acções e obrigações (Artº 49º, 6º) implicou, como refere o Visconde de Carnaxide, uma inscrição de direitos ou actos e deixou de ser uma mera cópia de títulos (Carnaxide, 1913: 297-303). Por outro lado, no Código Comercial também se obriga que as sociedades anónimas publiquem o balancete

nos primeiros quinze dias de cada mês referido ao último dia do mês anterior e define os limites da emissão de obrigações na base do capital realizado e existente no último balanço aprovado (Artº195º e Artº196º). Poderá considera-se que o registo comercial e as informações contabilísticas legais integrariam as peças legais decisórias na admissão dos títulos à cotação pela Câmara dos Corretores.

No âmbito da emissão e da negociação de títulos, o Código Comercial de 1888 estabelece as condições requeridas. As acções só eram negociáveis depois da constituição definitiva da sociedade, e tendo-se realizado 30% do seu valor nominal (Artº 169º) ou 10% do seu valor nominal no caso das sociedades anónimas de seguros e todas aquelas cujo capital não for destinado imediata e directamente à realização do seu objecto, mas servir unicamente de caução subsidiária das operações sociais (Artº169 §1º e Artº 162º 4ª §1º). Note-se igualmente que, enquanto o seu valor nominal não estivesse integralmente pago, as acções seriam sempre nominativas e só depois deste pagamento os interessados poderiam exigir que aquelas se transformassem em títulos ao portador, desde que os estatutos das sociedades não o impedissem (Artº 166º §1º e §2º). Quanto às obrigações as sociedades anónimas tanto podiam emitir obrigações nominativas como obrigações ao portador (Artº 196º).

Em termos estritos da informação produzida necessária para a decisão dos agentes económicos, data de 3 de Junho de 1837 o mais antigo registo oficial de cotações, tendo este sido elaborado pela então formada Câmara dos Corretores de Lisboa. Estas cotações eram semanais e publicadas numa Folha Mercantil. A partir de 1889 determina-se que esta informação não só passe a ser diária como mais detalhada. No regulamento de 1901 essa especificação ainda se torna mais minuciosa, exigindo-se igualmente que a Câmara dos Corretores formule uma relação de todos os papéis de crédito públicos e privados especificando para cada espécie o capital emitido, o capital realizado, o último dividendo, juro ou amortização pagos, assim como a especificação dos títulos incluindo os números da série emitida (Artº 26º do *Regulamento do Serviço e Operações das Bolsas de Fundos Publicos e Particulares e Outros Papeis de Credito*, de 10 de Outubro de 1901). Será então, a partir de 1901 que a informação permitirá aos potenciais investidores um melhor

conhecimento do mercado – note-se, por exemplo, a obrigatoriedade dos boletins explicitarem o último dividendo pago.

Em síntese, do exposto conclui-se que a bolsa lisboeta esteve fortemente ligada à iniciativa e regulação estatal em termos da sua constituição e funcionamento. O aumento da importância dos privados na actividade bolsista conduziu a uma crescente especialização do negócio dos títulos e dos corretores e a um reforço em termos de transparência e regularidade da informação exigida.

## **2. Empresas na Bolsa de Lisboa**

### **2.1. Fontes**

Nesta fase da investigação foram consultados para os anos em estudo, 1870, 1880, 1890, 1900 e 1910, os Boletins de Cotações da Câmara dos Corretores publicados no *Diário do Governo* e no *Apêndice ao Diário do Governo*. A informação recolhida foi semanal tendo-se desta retirado os seguintes itens: denominação da empresa, quantidade de acções emitidas, valor nominal dos títulos e valor desembolsado.

Em termos da informação obtida sobre o Capital Social tratam-se de valores ainda aproximados, pois nem sempre a maior exigência de informações referidas na secção anterior foram verificadas, tornando-se necessário recorrer a outras fontes de modo a procurar colmatar as lacunas.

Nesta comunicação a análise apresentada confina-se ao mercado de acções na Bolsa de Lisboa, pelo que quer os títulos obrigacionistas, quer a Bolsa do Porto ficam fora do âmbito deste estudo.

## 2.2. Dimensão do mercado bolsista lisboeta

Em meados do século XIX, a economia portuguesa caracterizava-se por uma posição periférica no contexto da economia europeia, em que o sector agrícola representava 45,4% do PIB e o sector industrial 13,1%, em 1850 (Lains, 2005: 273).

Esta fraca representatividade do sector industrial apenas era contrariada regionalmente pela concentração nas áreas de Lisboa e Porto e sectorialmente pela maior importância da indústria têxtil. Em termos de dimensão dos estabelecimentos, considerando as unidades com mais de 10 operários, Lisboa e Porto agrupavam cerca de 64% do total da mão-de-obra industrial e das unidades industriais (Lains, 2005: 269). Por sua vez a indústria têxtil contribuía com 64,3% para o VAB industrial e neste sector o ramo de lanifícios era o mais representativo, seguindo-se o do algodão.

A segunda metade do século XIX assistiu a um crescimento da economia portuguesa, patente no crescimento do PIB, sobretudo, no período *Regenerador* entre 1854 e 1890, que se prolongou até à 1ª Guerra Mundial. Então, colocar-se-á a seguinte questão: qual a dimensão do mercado bolsista lisboeta?

O quadro 1 apresenta para cada um dos anos o número de empresas e a soma do seu capital social realizado, particularizando também o valor do capital das 10 maiores empresas em cada *benchmark*.

**Quadro 1 – Dimensão do mercado da Bolsa de Lisboa (1870-1910)**

	1870	1880	1890	1900	1910
<b>Número de empresas</b>	34	44	86	55	68
<b>Capital (contos)</b>	38 284	55 325	82 699	74 664	109 091
<b>Capital das 10 maiores empresas</b>	33 001	38 300	39 180	52 032	63 995
<b>Peso do capital em Bolsa no PIB (%)</b>	11.7	13.6	16.2	11.7	14.9

*Fontes:* Para os valores do PIB a preços correntes Valério, 2009.

O número de sociedades presentes na Bolsa de Lisboa, nos 40 anos em estudo, duplicou passando de 34, em 1870, para 68, em 1910. O crescimento económico ocorrido no período e um enquadramento institucional mais favorável serão factores explicativos desta evolução.

Quanto ao Capital, este aumentou multiplicando-se por 2.8 concluindo-se que o seu crescimento foi superior ao aumento do número de empresas listadas na bolsa lisboeta. As dez maiores empresas listadas revelam um comportamento idêntico, de aumento do Capital Social ao longo do período, mesmo que esse aumento se traduza nalgumas flutuações percentuais (de 86% em 1870 para 59% em 1910).

A última linha do quadro afere a dimensão do mercado bolsista de Lisboa em relação à dimensão da economia portuguesa. O seu peso ultrapassa sempre os 10%, sendo que em vésperas da 1ª Guerra Mundial essa percentagem rondava os 15%, número que apenas adquire significado numa análise comparativa internacional. Se compararmos com os dados publicados por Rajan, Zingales (2003), a dimensão relativa do mercado bolsista em Portugal situava-se próximo da Noruega, Rússia, Itália e de dois países da América

Latina, Argentina e Chile (Quadro 2). Os valores deste indicador traduzem a posição semiperiférica da economia portuguesa ao situá-la na vizinhança destes países e afastada das economias mais desenvolvidas, por exemplo, do Reino Unido, da França, do Japão e da Alemanha.

**Quadro 2 – Peso do capital em Bolsa no PIB**

<b>PAÍS</b>	<b>1913</b>
Índia	0.02
<b>PORTUGAL <sup>(1)</sup></b>	<b>0.15</b>
Noruega	0.16
Itália	0.17
Argentina	0.17
Chile	0.17
Rússia	0.18
Dinamarca	0.36
EUA	0.39
Alemanha	0.44
Japão	0.49
Suécia	0.58
França	0.78
Grã Bretanha	1.09

*Fontes:* Portugal, ver quadro 1; Rajan, Zingales (2003): 15.

*Nota:* (1) Os valores para Portugal referem-se a 1910.

Em termos de evolução do número de sociedades cotadas por milhões de habitantes, uma das medidas também utilizadas internacionalmente para aferir a dimensão do mercado, Portugal encontra-se acima de países como os EUA, a Itália, o Japão e próximo do Brasil e da França (Quadro 3).

**Quadro 3 – Número de empresas em Bolsa por milhões de habitantes**

<b>PAÍS</b>	<b>1913</b>
Índia	0.82
Rússia	2.02
EUA	4.75
Itália	6.32
Japão	7.53
<b>PORTUGAL</b>	<b>11.34</b>
Brasil	12.43
França	13.29
Argentina	15.29
Chile	20.62
Suécia	20.64
Alemanha	27.96
Dinamarca	38.22
Grã Bretanha	47.06
Bélgica	108.7

Fontes: Portugal, ver quadro 1; Rajan, Zingales (2003): 17.

Assim, não se afigura que Portugal apresente resultados comparativos desfavoráveis nalgumas das medidas internacionalmente utilizadas para aferir o desenvolvimento financeiro dos países. A posição da economia portuguesa neste ranking internacional (Quadros 2 e 3) poderá ser, eventualmente, melhorada quando se considerar o mercado bolsista do Porto e a valorização das acções ser realizada a preços de mercado.

### 2.3. Distribuição Sectorial das empresas presentes na Bolsa

Uma análise mais detalhada das empresas em Bolsa que contemple a variável ‘número de sociedades’ permite constatar um crescimento entre 1870 e 1910, interrompido apenas pela evolução no decénio 1890-1900, em que o número de sociedades em Bolsa diminuiu (Quadro 4). A explicação deste comportamento precisará de uma investigação mais apurada, que contemple dados anuais e o estudo da Bolsa do Porto. No entanto, poderemos colocar duas hipóteses explicativas do observado. Por um lado, os efeitos da crise de 1891-1892 nas empresas cotadas e por outro a abertura da Bolsa portuense que deslocou para aquele mercado de capitais empresas até aí presentes em Lisboa. Destaque-se igualmente o ano de 1890 como tendo sido o que registou maior número (86) de sociedades cotadas.

**Quadro 4 – N° de sociedades cotadas na Bolsa de Lisboa por sectores de actividade**

	<b>1870</b>	<b>1880</b>	<b>1890</b>	<b>1900</b>	<b>1910</b>
<b>Agricultura</b>	1	1	1	1	1
<b>Minas</b>	3	4	16	4	0
<b>Indústria</b>	8	9	24	17	21
<b>Construção</b>	0	2	2	0	0
<b>Transportes</b>	4	3	10	6	3
<b>Electricidades, gás, água</b>	4	3	4	2	2
<b>Banca</b>	10	19	17	9	6
<b>Seguros</b>	4	3	8	6	17
<b>Colónias</b>	0	0	0	10	18
<b>Comércio</b>	0	0	1	0	0
<b>Outros</b>	0	0	3	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>86</b>	<b>55</b>	<b>68</b>

Em 1870 a Banca e a Indústria representavam 53% das sociedades em Bolsa, sendo que em 1910 a Indústria aumentou a sua representatividade (de 24% para 31%), mas a Banca

perde importância a favor de dois sectores “novos” – Seguros e Colónias, que representavam em conjunto 51% do número de sociedades.

Em termos de distribuição das empresas cotadas por ramos industriais (Quadro 5) destacam-se três aspectos. Em primeiro lugar, a permanência da importância do sector têxtil. Em segundo lugar, o aparecimento a partir de 1890 de empresas localizadas em novos sectores da estrutura industrial portuguesa, designadamente, Alimentação e Química. Por último, destaque-se a situação do sector dos Tabacos. Se por um lado, a liberalização deste sector ocorrida na década de 1860 ainda não se traduz no número de empresas em 1870, por outro, a nacionalização do sector ocorrida em 1888 não implica o desaparecimento de títulos de empresas tabaqueiras na Bolsa em 1890, uma vez que essas empresas ainda estavam em processo de liquidação. A empresa que aparece listada em 1900 e 1910 é a *Companhia de Tabacos de Portugal* fundada em 1891 e concessionária do monopólio do tabaco até 1926.

**Quadro 5 – Distribuição das empresas cotadas por ramos industriais**

	<b>1870</b>	<b>1880</b>	<b>1890</b>	<b>1900</b>	<b>1910</b>
<b>Alimentar</b>	0	0	3	2	2
<b>Tabaco</b>	0	3	4	1	1
<b>Têxtil</b>	5	5	10	8	11
<b>Cerâmica</b>	0	0	1	1	1
<b>Papel</b>	1	1	1	1	1
<b>Edição e Impressão</b>	0	0	0	0	1
<b>Metal</b>	1	0	1	0	2
<b>Química</b>	1	0	4	4	2
<b>TOTAL</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>21</b>

Cotejando a informação do quadro 5 com o dinamismo industrial da economia portuguesa (Quadro 6) conclui-se que não existe coincidência entre os ritmos de crescimento bolsista, aferidos pelo número de empresas listadas, e o crescimento da

indústria portuguesa. Assim, se entre 1873-1890 a taxa de crescimento do produto industrial diminuiu apresentando uma percentagem abaixo da média do período (1,86), o aumento do número de empresas industriais listadas ocorre entre 1880 e 1890 (o número de empresas passa de 9 para 24). Este aumento deve-se não apenas à duplicação do número de empresas têxteis<sup>5</sup>, mas também à entrada de empresas de outros ramos industriais, destacando-se o caso da Alimentação (Moagem e Conservas de Peixe) e da Química (Fósforos e Adubos).

**Quadro 6 – Taxas de crescimento do Produto Industrial**

<b>Períodos</b>	<b>Taxas de Crescimento do Produto Industrial</b>
1854-1861	2,49
1861-1873	2,26
1873-1890	1,86
1890-1900	2,66
1900-1911	2,44
1854-1911	2,27

Fonte: Lains, 2005: 274.

Retomando o quadro 4 e como já se referiu, o sector bancário revela uma presença significativa na Bolsa de Lisboa atingindo um valor máximo em 1880, com um total de 19 empresas bancárias listadas.

Na economia portuguesa o sector bancário registou na sua actividade algumas oscilações provocadas quer pela expansão verificada, sobretudo, entre 1872 e 1875 (criados 40 novos bancos) quer pela crises de 1876 e 1891<sup>6</sup>. A conjuntura vivida na década de 1870 revelou-se assim contraditória, no entanto esta mesma contradição não se espelhou no número de empresas bancárias listadas na bolsa lisboeta. De 1870 para 1880 o número de empresas listadas cresceu de 10 para 19, traduzindo apenas a expansão do sector pelo que

<sup>5</sup> Será importante investigar em que medida este aumento do número de empresas têxteis cotadas está relacionado com o incremento do comércio colonial, designadamente o aumento das exportações de têxteis de algodão para os mercados coloniais africanos (Alexandre, 2005: 357-376).

<sup>6</sup> Para o desenvolvimento do tema cf Valério *et alli*, 2006.

se pode concluir que a crise de 1876 afectou bancos que não estavam presentes no mercado bolsista. No entanto, será igualmente de notar que três dos bancos que permaneceram com títulos cotados já se encontravam inactivos, mas cuja liquidação se prolongou por algum tempo – *Caixa de Crédito Industrial, Banco de União de Portugal e Brasil, Banco Nacional Insulano* (Valério *et alli*, 2006: 136-137). Os bancos sempre listados durante o período analisado foram o *Banco de Portugal*, o *Banco Nacional Ultramarino* e a *Companhia Geral do Crédito Predial Português*.

Relativamente aos Transportes a evolução da Bolsa traduz as transformações da estrutura da economia portuguesa. De índole essencialmente agrícola, durante a segunda metade do século XIX assinalam-se alterações que se traduziram no aumento do peso dos Serviços – contemplando estes os transportes e comunicações – com percentagens quase sempre acima dos 40 por cento (Lains, 2005).

Este aumento explica-se pela acção do ministro Fontes Pereira de Melo no domínio das infra-estruturas. Desta actuação resultou a construção de caminhos-de-ferro, estradas, pontes, rede telegráfica que impulsionou a emergência de empresas no sector, com particular destaque para a instalação e expansão dos caminhos de ferro, pelo menos até 1890<sup>7</sup>. Este surto de construção conduziu a uma presença superior em Bolsa das empresas ligadas aos caminhos-de-ferro. De destacar igualmente a emergência de empresas de transportes urbanos, caso da *Companhia de Viação Urbana a Vapor* e da *Companhia dos Ascensores Mecânicos de Lisboa*.

Ainda ao nível das empresas listadas, o ano de 1900 regista tendências que se consolidaram até vésperas da 1ª Guerra Mundial, salientando-se o reforço da presença dos Seguros e das Colónias na Bolsa de Lisboa.

A entrada de Companhias Coloniais traduz os efeitos da política de resposta às pressões exercidas internacionalmente para a ocupação efectiva dos territórios africanos, com particular destaque para o *Ultimatum* inglês de 11 de Janeiro de 1890. Nas empresas

---

<sup>7</sup> No final do século XIX Portugal ocupava já o 10º lugar mundial em termos de densidade ferroviária por Km<sup>2</sup>

cotadas contam-se Companhias Majestáticas - *Companhias de Moçambique e do Niassa*, e Companhias subconcessionadas - *Companhia do Açúcar de Moçambique e Companhia do Buzi*.

Quanto aos Seguros, em 1910 às seis companhias já cotadas em 1900 (*Fidelidade, A Probidade, Tagus, Bonança, Portugal e Previdência*) vieram juntar-se mais onze companhias. A nova legislação publicada em 1907 (Decreto de 21 de Outubro) terá terminado com os privilégios das companhias estrangeiras a laborar em Portugal e possibilitado um novo enquadramento da actividade seguradora (Caetano, 2002: 767 a 772). Por exemplo, das onze novas companhias cotadas em 1910, duas foram criadas em 1907 (*Comércio e Indústria, Portugal Previdente*) e outra (*Internacional*) teve um aumento de capital em 1908. Apurar os efeitos desta legislação no mercado bolsista será um objectivo futuro a prosseguir.

Um sector que revelou algumas oscilações em termos da sua presença em Bolsa foi o sector mineiro (Quadro 4). Depois de uma subida do número de empresas até 1890, atingindo o número de 16, as sociedades mineiras desapareceram da Bolsa lisboeta em vésperas da 1ª Guerra Mundial. O incremento de empresas verificado até 1890 acompanha o aumento da constituição das sociedades anónimas no mesmo sector. Por sua vez, este aumento justifica-se quer pelas alterações legais ocorridas durante a segunda metade de Oitocentos, e que se traduziram numa liberalização da exploração do subsolo, quer pela inventariação dos recursos mineiros realizados pela Direcção Geral das Obras Públicas e Minas, criada em 1859, e cujo resultado foi o mapeamento das riquezas minerais portuguesas. Este desenvolvimento institucional associado à expansão das vias férreas terá contribuído para a multiplicação dos pedidos de concessão mineira. Logo, o aumento das empresas cotadas em Bolsa foi concomitante com o dinamismo da actividade. Quanto à ausência de empresas mineiras da Bolsa em 1910 talvez a explicação se encontre na revelação da fraca rentabilidade da actividade e mesmo no seu declínio durante o primeiro decénio do século.

Em termos de Capital Social por sectores (Quadro 7), a Banca predomina até 1900 sendo que até 1890 representa mais de 50% do capital das sociedades presentes em Bolsa, seguindo-se-lhe como sector mais representativo os Transportes. As alterações mais relevantes desenham-se na primeira década do século XX com a diminuição do peso relativo da Banca, o aumento da Indústria e a subida muito significativa das Colónias (de 16% para 30% entre 1890 e 1910).

**Quadro 7 – Capital Social das empresas cotadas na Bolsa de Lisboa por sectores de actividade (em %)**

	<b>1870</b>	<b>1880</b>	<b>1890</b>	<b>1900</b>	<b>1910</b>
<b>Agricultura</b>	5	4	2	3	2
<b>Minas</b>	1	4	10	4	0
<b>Indústria</b>	4	4	8	14	23
<b>Construção</b>	0	2	1	0	0
<b>Transportes</b>	17	12	13	10	8
<b>Electricidades, gás, água</b>	4	12	9	14	10
<b>Banca</b>	67	62	55	39	26
<b>Seguros</b>	1	0	1	0	1
<b>Colónias</b>	0	0	0	16	30
<b>Comércio</b>	0	0	0	0	0
<b>Outros <sup>(1)</sup></b>	0	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Este desenho da estrutura sectorial do capital social é reforçado pela análise das 10 principais empresas na Bolsa em cada um dos períodos (Quadro 8).

**Quadro 8 – As 10 maiores empresas na Bolsa de Lisboa de acordo com o Capital Social**

	1870	1880	1890	1900	1910
<b>Agricultura</b>	1				
<b>Indústria</b>				1	4
<b>Transportes</b>	1	1	1	1	1
<b>Banca</b>	8	8	9	4	3
<b>Electricidade, Gás e Água</b>	0	1	1	2	2
<b>Colónias</b>					1
<b>Total de empresas</b>	10	10	11 <sup>(1)</sup>	10	11 <sup>(1)</sup>
<b>Total de Capital (em contos)</b>	33 001	38 300	39 180	52 032	63 995
<b>Total de Capital (em %)</b>	86	69	47	70	59

**Nota:**

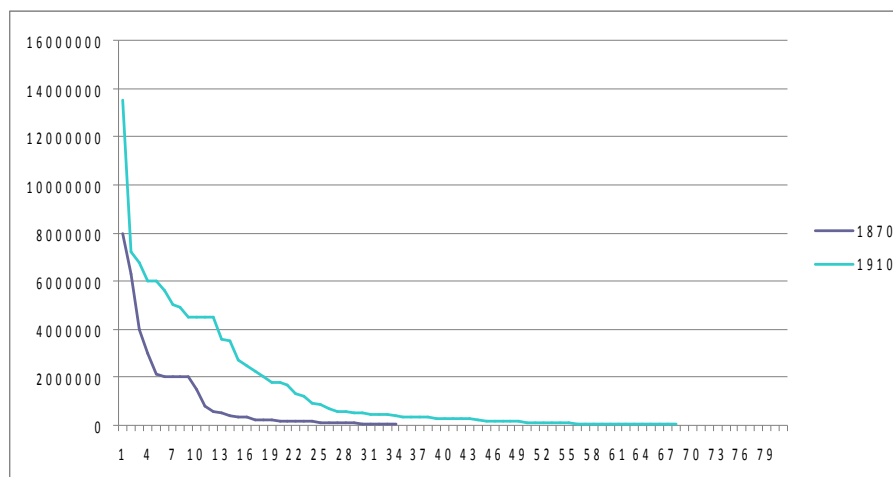
(1) A 10ª e a 11ª empresa têm o mesmo Capital

Em 1870 registam-se dois tipos de concentração. Por um lado, 86% do capital social em Bolsa pertence às dez maiores empresas e, por outro, oito destas dez empresas pertencem ao sector bancário.

No primeiro decénio do século XX a Banca perde importância relativa ocorrendo uma maior dispersão sectorial das dez maiores empresas. Por sua vez, a representatividade do capital destas empresas no contexto do capital social bolsista também diminui em termos percentuais, pois em 1910, representam 59% do capital total na bolsa lisboeta.

Ainda relativamente à concentração do capital em termos sectoriais surge como pertinente a evolução contida nos dados do Gráfico 1.

**Gráfico 1 – Capital social das empresas listadas na Bolsa de Lisboa (PTE)**



A partir do gráfico podemos concluir que a situação de partida se alterou em 1910. Esta alteração traduziu-se num aumento do número de empresas de dimensão média em termos de capital, apesar da manutenção de um número significativo de empresas de capital reduzido. De sublinhar como exemplo desta evolução, o aumento significativo do número de empresas nos Seguros o que não se traduziu numa maior representatividade do sector no capital bolsista, uma vez que em 1910, as 17 empresas seguradoras representavam menos de 1% do total do capital.

Numa análise comparativa com a Bolsa de Paris e por sectores de actividade (Quadro 9) encontra-se uma estrutura em que apenas o Sector da Banca e Seguros regista um peso idêntico. A menor presença dos Serviços Públicos na bolsa portuguesa pode ser um indicador indirecto do menor grau de urbanização<sup>8</sup>, mesmo reconhecendo que poderiam existir empresas não listadas em bolsa e ligadas a serviços urbanos.

<sup>8</sup> Considerando o rácio de urbanização nos dois países em 1890 a França registava um indicador de 25,9 e Portugal 12,7 (Maddison, 2001: 248).

**Quadro 9 - Número de sociedades cotadas em Bolsa em 1900 ( em %)**

	<b>Transportes</b> <sup>(1)</sup>	<b>Bancos e Seguros</b>	<b>Serviços Públicos</b> <sup>(2)</sup>	<b>Outros</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Bolsa de Lisboa</b>	2	27	9	61	<b>100</b>
<b>Bolsa de Paris</b>	9	21	18	52	<b>100</b>

*Fontes:* Hautcoeur, 1995.

*Notas:*(1) Transportes ferroviários; (2) Transportes urbanos, Electricidade, Gás e Água

Considere-se, seguidamente, a comparação entre a Bolsa de Lisboa e a Bolsa de Barcelona em termos de Capital Social:

**Quadro 10 – Capital distribuído por sectores em 1910 (em %)**

	<b>Transportes</b> <sup>(1)</sup>	<b>Bancos e Seguros</b>	<b>Serviços Urbanos</b> <sup>(2)</sup>	<b>Industria</b>	<b>Outros</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Bolsa de Lisboa</b> <sup>(3)</sup>	8	27	10	23	32	<b>100</b>
<b>Bolsa de Barcelona</b> <sup>(3)</sup>	44	18	8	22	9	<b>100</b>

**Notas:** (1) e (2) vd quadro 9; (3) Os dados apresentados reportam-se para a Bolsa de Lisboa a 1910 e para a Bolsa de Barcelona a 1913.

Uma análise do quadro 10 permite concluir por um lado, a grande concentração do capital da bolsa catalã no sector dos transportes e a maior dispersão do capital na bolsa

lisboeta. Por outro, a semelhança de estrutura quando se consideram a Indústria e os Serviços Urbanos.

## **Conclusão**

A Bolsa portuguesa apesar de datar da época pombalina só adquiriu significado no último quartel do século XIX tendo em conta o número de empresas e o capital conjunto das sociedades listadas em Lisboa. Aliás, será provavelmente este incremento de actividade que acabará por justificar a abertura da Bolsa do Porto e a posição à cotação nessa bolsa de títulos de algumas das sociedades. Em termos comparativos internacionais a bolsa portuguesa emergiu de iniciativa estatal e assim continuou no período em estudo, mesmo que as alterações ocorridas com o Código Comercial de 1888, em termos da sua administração e funcionamento, assim como de admissão dos títulos das empresas privadas nacionais à cotação, possam ter sido um incentivo à sua dinamização.

As conclusões a retirar não podem deixar no entanto, de ser provisórias e incompletas, pois não só ainda se limitam aos marcos temporais apresentados – 1870, 1880, 1890 e 1910, como ao mercado accionista.

Em termos de estrutura sectorial das empresas encontraram-se dois períodos. Um primeiro que decorre até 1890 e outro que já esta presente na estrutura de 1900. Entre estes dois períodos verifica-se a diminuição da presença de empresas bancárias e o reforço da importância da indústria e dos seguros, assim como o aparecimento das empresas coloniais. Interrogar esta alteração será objecto de investigação futura, pois diversas hipóteses poderão ser colocadas. Desde logo, até que ponto esta alteração se explica por um novo perfil na procura de títulos a que pode não ser alheia a maior informação financeira exigida em termos empresariais possibilitando aos investidores uma maior confiança no mercado<sup>9</sup>. A outra hipótese será a maior rentabilidade dos títulos cotados por alguns destes serem sectores em expansão.

Em relação à dimensão do capital das empresas cotadas na Bolsa de Lisboa concluímos que comparando 1870 com 1910 se verifica uma menor bipolarização, no sentido de ter

---

<sup>9</sup> Este problema da informação nos mercados bolsistas está presente num conjunto de trabalhos internacionais que comparam a informação nos séculos XIX e XX .

aumentado o número de empresas de dimensão média, mesmo que continuem presentes empresas de capital reduzido.

### Referências bibliográficas

- Alexandre, Valentim (2005), “O Império” in Lains, Pedro; Silva, Álvaro Ferreira da (Org.), *História Económica de Portugal 1700-2000. O Século XIX*, Volume II, Imprensa de Ciências Sociais, Lisboa, pp. 357-376.
- Arbulu, Pedro (1998), “La Bourse de Paris au XIXéme Siecle: L’Exemple d’un Marché Émergent Devenu Efficient”, *Révue d’Économie Financière*, nº 49, pp. 213-249.
- Caetano, António Alves (2002), *A Companhia de Seguros Fidelidade e os Seguros na Lisboa Oitocentista: 1835-1907*, volume II, Lisboa: Fidelidade.
- Cagigal, Juan Carlos Rojo (2008), “Choosing a Legal Framework for Spanish Stock Markets, 1800-1936”, Working Papers in Economic History, WP 08-03, Universidad Carlos III de Madrid.
- Cameron, Rondo *et alli* (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization: a Study in Comparative Economic History*, Oxford University Press, New York.
- Carnaxide, Visconde (1913), *Sociedades Anonymas – Estudo theorico e pratico de direito interno e comparado*, F. França Amado Editor, Coimbra.
- Castañeda; Lluís; Tafunell, Xavier (2001), “La Bolsa de Barcelona entre 1849 y 1913: um Nuevo Índice” in Sudriá, Carles; Tirado, Daniel A. (eds), *Peseta Y Protección: comercio Exterior, Moneda y Crecimiento Económico en la España de la Restauración*, Ediciones Universitat de Barcelona, pp. 281-303.

*Código Comercial Português, Publicação oficial ordenada por Decreto de 23 de Agosto de 1888*, Lisboa, Imprensa Nacional (edição de 1918).

Gerschenkron, Alexander (1966), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, The Belknap Press of Harvard University Press,

Goetzman, William N. e Roger B. Ibbotson (1994), “An Emerging Market : The NYSE from 1815 to 1871“, Working Paper n° 49, NBER.

Hautcoeur, Pierre-Cyrille (1995), *Le Marché Financier Français entre 1870 et 1900*, DELTA Working Papers, 95-02, 95-02, DELTA (Ecole normale supérieure).

Justino, David (1994), *História da Bolsa de Lisboa*, Lisboa: INAPA.

Lains, Pedro (2005), “A Indústria” in Lains, Pedro; Silva, Álvaro Ferreira da (Org.), *História Económica de Portugal 1700-2000. O Século XIX*, Volume II, Imprensa de Ciências Sociais, Lisboa, pp. 259-281.

Maddison, Angus (2001), *The World Economy: a Millennial Perspective*, Paris, OCDE.

Neal, Larry e Lance Davis, (2005), “The Impact of Micro Structure on Efficiency of Security Exchange, London, New York and Paris, 1800-1914, *The American Economic Review*, Vol. 88, n.º 2, pp. 40-45.

Rajan, Raghuram G. e Luigi Zingales (2003), “The Great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”, *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 5-50.

Reis, Jaime (2005), “Los sistemas financieros de la periferia. Una comparación entre Escandinavia y el Sur de Europa durante el siglo XIX”, *Papeles de Economía Española*, nº 105/106.

Rousseau, Meter L.; Sylla, Richard (2006), “Financial revolutions and economic growth”, *Explorations in Economic History*, 43: 1-12.

Valério, Nuno (coord.) *et alli* (2006), *História do Sistema Bancário Português*, Lisboa, Banco de Portugal.

Valério, Nuno (2009), “Avaliação do Produto Interno Bruto de Portugal”, Working Paper do GHES, n.º 34, Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão.