

As origens do financiamento industrial no Brasil, 1891-1940: um estudo da Companhia Antarctica Paulista¹

Ellen Fonseca de Assis

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Alfenas, Varginha, Minas Gerais, Brasil. E-mail: ellenfonsecaassis@yahoo.com.br

Michel Deliberali Marson

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Alfenas, Varginha, Minas Gerais, Brasil. E-mail: michelmarson@yahoo.com.br

Resumo: O estudo buscou observar quais as formas de financiamento que foram predominante no suporte aos investimentos da Companhia Antarctica Paulista entre 1891 e 1940. Dessa maneira, foram coletados e analisados balanços publicados pela empresa no período proposto. Posteriormente, buscou-se a análise da evolução da origem dos recursos e indicadores financeiros da companhia. Ao final da pesquisa foi possível concluir que a maior parcela dos recursos necessários à expansão da empresa foi obtida por meio do mercado de capitais entre o final do século XIX e o final dos anos 1910, com os recursos próprios ganhando importância ao longo dos anos 1920. O mercado de capitais voltou a crescer em participação nos anos 1930.

Palavras-Chave: Financiamento, Desenvolvimento Econômico, Companhia Antarctica Paulista.

Classificação JEL: N26, N66, N86

Área 1 - História Econômica, do Pensamento Econômico e Demografia Histórica.

Abstract: The study sought to observe which form of financing was predominant in the support to the investments of Companhia Antarctica Paulista between 1891 and 1940. In this way, balance sheets published by the company were analyzed during the proposed period. Subsequently, we sought to analyze the evolution of the company's liabilities and financial indicators. At the end of the research, it was possible to conclude that the largest portion of the resources needed to expand the company was obtained through capital markets and own resources.

Keywords: Financing, Economic Development, Companhia Antarctica Paulista.

¹ O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

1. Introdução

O financiamento do processo de industrialização e o desenvolvimento econômico é um tema central para a literatura sobre história econômica financeira. Desde meados dos anos 1950 o foco do financiamento da indústria tem oscilado entre a importância das instituições financeiras, principalmente bancos, na análise seminal de Alexander Gerschenkron (1962) e o mercado financeiro como um todo, proposta por Raymond Goldsmith (1969). Mais recentemente vários trabalhos a nível macro, tendo como foco países e seus sistemas financeiros, foram elaborados com o objetivo de entender qual sistema de financiamento (mercado de ações ou bancos) contribuiu mais para o desenvolvimento econômico (LEVINE e ZERVOS, 1998; ROUSSEAU e WACHTEL, 1998; BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE, 1999; LEVINE, LOAYZA e BECK, 2000; BECK, LEVINE e LOAYZA, 2000; DEMIRGÜÇ-KUNT e LEVINE, 2001; FOHLIN, 2012; GAMBACORTA, YANG e TSATSARONIS, 2014; LAW e SINGH, 2014; FOHLIN, 2016). Entretanto, a questão das fontes de financiamento tem sido pouco explorada pela área de história de empresas e estudos de casos poderiam ajudar a entender a relação entre as fontes de financiamento e o desenvolvimento industrial.

O estudo da configuração das instituições financeiras nos primeiros estágios de desenvolvimento de um país se mostra especialmente relevante, pois permite compreender o processo de transição de uma economia de base primário-exportadora para uma economia industrial, como o Brasil entre o final do século XIX e início do século XX (HANLEY, 2005, p. 116). No entanto, as formas de financiamento que contribuíram para o suporte dessa indústria nascente ainda é uma questão pouco explorada e controversa na história econômica do Brasil. Nesse sentido, observa-se que se sustenta uma lacuna em relação à compreensão da evolução da produção industrial brasileira entre o fim do século XIX e início do século XX. (MARQUES, 2005, p. 88).

De maneira mais específica, o Estado de São Paulo, como importante destaque de dinamismo econômico no período, atraiu vários estudos que visaram compreender sua evolução industrial². Essas pesquisas buscaram entender como a região se apresentou como centro industrial no país já no fim da Primeira Guerra Mundial. As abordagens desses estudos, no entanto, se concentraram em analisar como o nível de investimento no setor industrial era afetado por questões relacionadas à atividade cafeeira, influência do capital externo, guerras ou crises econômicas. Por conseguinte, elas não evidenciaram como os recursos advindos do setor agrícola puderam ser direcionados para o investimento industrial (HANLEY, 2005, p. 116). Na mesma linha de análise, Cortes, Marcondes e Diaz (2014, p. 192) explicaram que estudos ligados ao desenvolvimento financeiro inicial no Brasil também não estabeleceram uma conexão direta com o setor industrial emergente.

O estudo da relação entre a oferta de financiamento e o desenvolvimento incipiente da indústria brasileira enfrenta limitações, que de certa maneira, cooperam para a escassez de pesquisas nessa área. As principais barreiras se concentram nas dificuldades teóricas e de obtenção de dados no período. Essas características tendem a dificultar a avaliação empírica dos fatores que contribuíram para o aumento da oferta de financiamento para a indústria em seu período inicial (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 191-192; MARQUES, 2005, p. 116).

A partir dessa perspectiva, esse trabalho visa contribuir com a historiografia da formação da indústria brasileira. Mais especificamente, o estudo se propôs a analisar a origem dos recursos que financiaram os investimentos na Companhia Antarctica Paulista no período entre 1891 e 1940. A pesquisa foi realizada a partir da análise de fontes primárias. Dessa maneira, foram utilizadas demonstrações contábeis da empresa publicadas no período, as quais foram obtidas no Diário Oficial do Estado de São Paulo. Posteriormente, os dados referentes às contas do Balanço Patrimonial foram organizados em tabelas (ver Apêndice) para a análise da origem de recursos. A interpretação desses dados possibilita avaliar a variação e predominância das fontes de recursos disponibilizados para a companhia no decorrer do tempo, assim como o perfil do financiamento de seu ativo.

A segunda seção do artigo apresenta o contexto histórico e econômico no qual estava inserida a indústria brasileira e paulista no período estudado. Na terceira seção serão abordadas as diferentes perspectivas dos autores em relação às formas de financiamento que podem ter contribuído para o

² Dentre esses estudos pode ser citado a obra de Dean (1971) e Cano (1975).

investimento industrial em seu período emergente. Na quarta seção será apresentada uma breve introdução do papel da Companhia Antarctica Paulista no segmento de bebidas. Posteriormente, será feita a análise do balanço patrimonial da empresa, suas fontes de financiamento e a discussão dos resultados da pesquisa.

2. A indústria no Brasil e em São Paulo no final do século XIX e início do século XX

Para compreender o processo de evolução que permitiu o desenvolvimento incipiente da indústria paulista é necessário entender quais foram as bases de sua transformação econômica. Nesse sentido, Boris Fausto (2006) observou que embora mostrasse indícios de formação já na década de 1870, o crescimento da indústria em São Paulo foi observado de maneira mais consistente após a abolição da escravatura. As atividades manufatureiras na região estiveram apoiadas basicamente em dois aspectos interdependentes: o comércio de café e a chegada de imigrantes (FAUSTO, 2006, p. 287). De forma análoga, Warren Dean (1971) também evidenciou que o processo de industrialização em São Paulo foi intrinsecamente dependente do cultivo e da venda do café no mercado mundial (DEAN, 1971, p. 9).

A cultura cafeeira avançou pelo estado de São Paulo por volta de 1850. Nessa época, os cafezais invadiram o lado do Vale do Paraíba paulista e chegaram às regiões de Campinas e da capital provincial (DEAN, 1971, p. 9). O café apresentava cada vez maior importância no âmbito do comércio internacional. Na época da República Velha, a bebida já se destacava como o principal item da pauta exportadora do país, representando 72,5% do total das exportações no fim desse período (FAUSTO, 2006, p. 273). A ampliação de seu mercado se acelerou no fim do século XIX. Em um contexto de avanço da industrialização nas regiões centrais da Europa e Estados Unidos, o café brasileiro de baixa qualidade e, por conseguinte, menor custo, se adequava a necessidade de consumo da classe trabalhadora industrial.

Então, qual característica definiu o protagonismo do café como base do crescimento industrial, dentre outras atividades econômicas desenvolvidas no país até o século XX? Para Dean (1978, p. 10), o comércio do café teve um importante papel na formação inicial da indústria brasileira porque viabilizou uma condição fundamental para o desenvolvimento desse modo de produção: a economia monetária. Nas fases anteriores ao início do cultivo cafeeiro, as fazendas paulistas e os proprietários de terra direcionavam sua produção para a agricultura de subsistência. Nesse contexto, não havia a presença de um sistema comercial consolidado e, portanto, a necessidade da posse de moeda ou crédito era relativamente baixa. Em decorrência dessa característica, antes de 1872 havia somente dois bancos em operação em São Paulo, os quais eram apenas filiais de empresas instaladas no Rio de Janeiro.

Esse cenário começou a sofrer mudanças a partir do momento em que os lavradores participaram de um mercado onde seus produtos eram pagos em dinheiro. Desse modo, a elevação da circulação de mercadorias implicava na necessidade do aumento da oferta monetária para fazer face à intensificação da atividade comercial. Adicionalmente, com a gradativa substituição do trabalho escravo pela mão de obra livre, a utilização do dinheiro como meio de pagamento passou a difundir-se entre a população. No entanto, esse fenômeno não ocorreu de maneira uniforme no país, de maneira que:

Nas áreas do Brasil em que não vigorava o sistema de produção e exportação, a Abolição não aumentou substancialmente a necessidade de dinheiro para o pagamento dos salários, pois os homens que haviam sido libertados continuavam trabalhando como meeiros não pagos (DEAN, 1978, p. 11).

A expansão da utilização e oferta de moeda teve outros significados importantes no desenvolvimento das atividades econômicas da época. Nesse novo contexto, o valor da terra passou a ser quantificado em termos monetários, viabilizando sua venda para a compra de outros ativos necessários à produção agrícola, aquisição de ações de empresas comerciais ou operações hipotecárias. Essa mudança possibilitou até mesmo a evolução no papel tradicional dos bancos. As instituições bancárias, as quais estavam tradicionalmente envolvidas em transações de curto prazo envolvendo a cultura do café, poderiam utilizar sua capacidade para o direcionamento de crédito para o financiamento de atividades industriais (DEAN, 1971, p. 11-12).

Outras mudanças importantes foram observadas com a expansão do comércio do café. No mesmo período, pôde-se verificar a intensificação do comércio ultramarino por meio de da evolução do sistema de transportes que passaram a percorrer o Atlântico Sul. A intensificação da circulação de mercadorias também significava uma nova mobilização de recursos financeiros. Dentro do contexto de expansão da

renda advinda da cultura cafeeira, ocorreu o desenvolvimento do sistema comercial, que foi se tornando mais robusto, ampliando seu alcance e complexidade. Dessa maneira, houve o gradativo aumento da presença de casas importadoras e o início das operações bancárias internacionais. Além de São Paulo, esse movimento de transformação e elevação do dinamismo econômico foi observado, paralelamente, em outras regiões da América Latina. (DEAN, 1971, p. 9).

Sob essa perspectiva, a cultura cafeeira foi capaz de configurar a economia paulista trazendo diversas transformações que serviram de suporte para a consolidação do segmento industrial. Na mesma linha de análise de Dean (1971), Fausto (2006) também observou que os negócios do café:

[...] em primeiro lugar, ao promover a imigração e os empregos urbanos vinculados ao complexo cafeeiro, criaram um mercado para produtos manufaturados; em segundo, ao promover o investimento em estradas de ferro, ampliaram e integraram esse mercado; em terceiro, ao desenvolver o comércio de exportação e importação, contribuíram para a criação de um sistema de distribuição de produtos manufaturados. Por último, lembremos que as máquinas industriais eram importadas e a exportação de café fornecia o recurso financeiro para pagá-las (FAUSTO, 2006, p. 287).

Com o passar dos anos, a indústria paulista foi adquirindo maior notoriedade no cenário nacional. Por volta de 1920, São Paulo ultrapassou o Rio de Janeiro (na época a capital do país) e passou a ser considerado o centro industrial mais importante do Brasil. A evolução da indústria na região ocorreu de forma tão ampla que já por volta de 1940 o Estado concentrava o maior nível de manufaturas da América Latina (DEAN, 1971, p. 20).

3. O debate em relação às fontes de financiamentos da indústria brasileira entre o fim do século XIX e início do século XX

Dentre a literatura existente, pode-se observar estudos que identificam diferentes linhas de financiamento que possam ter contribuído de maneira efetiva para a promoção do segmento industrial emergente. Dentre elas, se destacam o financiamento por meio de ações negociadas em bolsa, debêntures, empréstimos bancários e hipotecas. No decorrer dessa seção, serão evidenciadas as distintas visões de autores em relação a cada uma delas.

Stephen Haber (2007) fez um resumo das formas que o empreendedor pode aplicar o capital para o investimento industrial. Para esse autor existem cinco formas de financiamento do investimento industrial. A primeira forma é por meio de empréstimos de familiares ou conhecidos. Essa forma de empréstimos tem o inconveniente de limitar o investimento à riqueza da rede social do empreendedor, além da responsabilidade pessoal sobre os débitos, caso o empreendimento falhe. Essa última característica pode ser eliminada pela segunda forma de financiamento, com a formação de uma sociedade com familiares ou conhecidos. Entretanto, essa segunda forma de financiamento também é limitada pela riqueza da rede social do empreendedor. A terceira forma de financiamento é por reinvestimentos de lucros de um empreendimento existente. O limitador dessa forma de financiamento é o montante de lucros dos anos anteriores. A quarta forma de financiamento é através de empréstimos de uma fonte institucional, como bancos ou mercado de títulos. Nessa forma de empréstimo o empreendedor ainda é responsável legalmente pelos débitos, caso ocorra falência do empreendimento. O problema da responsabilidade sobre os débitos pode ser resolvido pela quinta forma de financiamento, com a venda de uma parte do capital próprio (ações) de um empreendimento para um investidor por negociação pública, geralmente uma bolsa de valores, de uma companhia de sociedade por ações, com responsabilidade limitada à parte do capital adquirido. Uma sociedade por ações também pode vender títulos de dívida (debêntures). A vantagem dessa forma de financiamento é a capacidade de mobilizar uma grande quantidade de capital rapidamente e diluir o risco do investimento entre um grande grupo de investidores (HABER, 1997, p. 149-150).

Anne Hanley (2001) destacou a importância da Bolsa de Valores para o financiamento das empresas industriais de médio e grande porte em São Paulo no início do século XX. A partir de seu estudo, a autora concluiu que “o financiamento da indústria de São Paulo era um fenômeno local e a Bolsa foi o seu principal veículo” (HANLEY, 2001, p. 134). Nesse sentido, em um cenário no qual há indícios de que as instituições bancárias tiveram escassa participação no direcionamento de recursos para empréstimos de longo prazo, as fontes de financiamento para empresas parecem ter ficado a cargo do mercado de títulos. Por conseguinte, a Bolsa teria participado de forma direta na promoção de novos capitais nos segmentos de serviços de utilidade pública e empresas industriais. O fornecimento desses

recursos foi de fundamental importância para essas fábricas, visto que as mesmas demandavam grande volume de fundos financeiros, que não poderiam ser disponibilizados por grupos familiares. Dessa maneira, ainda que a Bolsa de São Paulo tenha apresentado apenas um breve período de intensificação de atividades depois de 1909, esse episódio foi suficiente para sustentar investimentos nas empresas financiadas por ela. Por conseguinte, a Bolsa de São Paulo foi capaz de gerar uma importante contribuição para o desenvolvimento econômico de longo prazo (HANLEY, 2001, p. 134).

Na mesma linha de análise, Aldo Musacchio (2009) observou que a Bolsa de Valores no Brasil desenvolveu um importante mercado entre 1890 e 1913. Com recursos bancários mais concentrados em empréstimos de curto prazo, direcionados para a provisão do complexo exportador cafeeiro, a Bolsa teria sustentado largamente o financiamento da incipiente indústria brasileira. No entanto, o mercado de ações e títulos somente pôde cumprir seu papel central no fomento de recursos para a indústria porque havia fatores que possibilitaram atrair acionistas e credores. Além de condições macroeconômicas favoráveis, as configurações dos estatutos das empresas brasileiras garantiam maior proteção aos investidores, restringido os reflexos da má gestão ou abusos da gerência sobre esses agentes. Adicionalmente, foram estabelecidas “leis de falência”, que garantiam prioridade de recebimento aos debenturistas em cenários de insolvência (MUSACCHIO, 2009, p. 67).

Partindo de outra abordagem, os trabalhos de autores como Gail Triner (1996), Teresa Marques (2005), Flávio Saes e Tamás Szmrecsányi (1995) evidenciaram a importância do papel dos bancos no financiamento de empresas brasileiras no período compreendido entre o fim do século XIX e início do século XX. A partir da perspectiva desses estudos, a abrangência do sistema financeiro é capaz de explicar a evolução e o nível de crescimento econômico alcançado em períodos posteriores.

Triner (1996) identificou o fortalecimento da relação entre a economia produtiva e as instituições financeiras no período entre 1906 e 1930. Sobretudo, sua pesquisa apontou no sentido da formação de um sistema financeiro mais consolidado do que considera a literatura existente. Como indicador desse processo, foi observado o rápido aumento da oferta de meios de pagamento sob a forma de depósitos bancários no período analisado. A elevação do número de aplicações financeiras, também demonstrou o aumento da confiança dos depositantes na solidez dessas instituições. Esse fenômeno teria contribuído para aumentar a capacidade de empréstimos ofertados por essas instituições bancárias. Ainda que no Brasil essa ligação não tenha se consolidado de maneira tão significativa, foi observado que o nível de crédito aumentou de forma mais que proporcional em relação ao volume de depósitos no período analisado pela autora (TRINER, 1996, p. 135-136).

Portanto, o estudo de Triner (1996) ofereceu relevantes indícios referentes à existência de relação entre o sistema bancário e o crescimento industrial. A partir dessa análise, as instituições bancárias foram capazes de se desenvolver de forma paralela aos segmentos monetários e reais da economia no período da Primeira República. Esse processo de amadurecimento permitiu ao sistema financeiro aumentar sua robustez, garantindo a atuação eficiente na intermediação e no direcionamento do capital agrícola para o capital industrial (TRINER, 1996, p. 150).

Sob uma abordagem semelhante, o trabalho de Saes e Szmrecsányi (1995) buscou traçar as características da evolução do sistema bancário paulista entre 1880 e 1930³. Os autores analisaram a ligação entre os bancos estrangeiros e o segmento industrial no estado. O estudo identificou que os anos de expansão da participação dos bancos estrangeiros na economia coincidiram com o período inicial de aceleração da indústria paulista. Nesse sentido, os autores citaram o exemplo da contribuição expressiva feita pelo London & Brazilian Bank para a rede de indústrias Matarazzo. Além disso, foram observadas relações próximas do banco com outras empresas paulistas, como a Cia. Nacional de Tecidos de Juta, de propriedade de Jorge Street. As ligações entre o London & Brazilian Bank e empresas industriais reforçaram evidências de que a participação dessas instituições financeiras no setor produtivo não se apresentou como um evento isolado. A partir dessa perspectiva, os bancos estrangeiros parecem ter tido um papel fundamental para o desenvolvimento e financiamento da indústria nascente de São Paulo (SAES e SZMRECSÁNYI, 1995, p. 240-241).

³ Os autores escolheram esse período, pela intensificação da presença dos bancos estrangeiros no sistema bancário da região, além da rápida transição de São Paulo como o principal centro industrial do país.

Sob uma análise mais específica, Marques (2005) direcionou seu estudo para a trajetória da cervejaria Brahma e os mecanismos de financiamento de seu plano de expansão. Nesse sentido, a autora observou como uma empresa de pequeno porte, fundada em 1888, obteve recursos para ser ampliada e já na década seguinte, conquistar grande parcela do mercado doméstico.

No período de sua evolução inicial, o estudo de Marques (2005) revelou que a Brahma mostrou significativos vínculos com o *Brasilianische Bank für Deutschland*. Sob essa perspectiva, o caso da cervejaria mostrou particularidades em relação às estratégias de crescimento corriqueiramente utilizadas por estabelecimentos industriais na década de 1890. “Em torno da empresa gravitavam bancos estrangeiros e empresas exportadoras, formando-se uma comunidade de negócios onde os dirigentes da Brahma encontraram financiamento para ampliar a empresa [...]” (MARQUES, 2005, p. 88).

No entanto, essa rede não se formou a partir dos princípios de solidariedade ou mesmo simpatia, mas pelas próprias relações contratuais e alterações na legislação comercial. Nesse sentido, essas mudanças foram fundamentais, pois ofereciam o aumento de garantias aos detentores de debêntures e, conseqüentemente, forneceram incentivos para a elevação da oferta desse tipo de financiamento. A partir desse cenário, o banco *Brasilianische Bank für Deutschland* estreitou suas relações com a Brahma. Inicialmente a instituição adquiriu os títulos de dívida disponibilizados pela empresa e, a partir de 1904, se tornou acionista da cervejaria. Contudo, o envolvimento do banco com a Brahma parece que esteve ligado à política alemã de criação de zonas para a comercialização de produtos do país, frente à concorrência de mercadorias inglesas (MARQUES, 2005, p. 88).

No caso específico da Brahma, os bancos vinculados à rede de negócios alemães não tinham como objetivo principal o fomento de atividades industriais no Brasil. Dessa maneira, nem as antecipações em contas da empresa, como créditos renováveis, foram suficientes para sustentar o nível de investimento demandado pelo processo de expansão da cervejaria. Nesse sentido, o papel do banco *Brasilianische* estava na compra de debêntures da empresa e a promoção de maior liquidez a esses títulos, visto que atuou na intermediação da venda desses papéis junto a investidores. Conseqüentemente, é provável que essa tenha sido a principal contribuição da instituição bancária para o desenvolvimento da cervejaria. Em outras palavras, os bancos que atuavam no mercado brasileiro “[...] não estavam guiados pelo propósito de aprofundar a presença na economia, criando raízes no sistema produtivo doméstico” (MARQUES, 2005, p. 103).

Partindo de outra perspectiva, Gustavo Cortes, Renato Marcondes e Maria Dolores Diaz (2014) demonstraram que o processo de industrialização do Brasil foi fortemente consolidado por um período de intenso crescimento do mercado de crédito hipotecário (CORTES, MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 195-196). Na mesma linha de estudo, outro trabalho de Renato Marcondes e Anne Hanley (2010) destacou que essa forma de financiamento se mostrou mais relevante e abrangente do que demonstraram outras pesquisas relacionadas ao desenvolvimento bancário e econômico brasileiro (MARCONDES e HANLEY, 2010, p. 104). Contudo, vale ressaltar que os créditos baseados em hipotecas já eram concedidos no período colonial. Porém, a ausência de um registro hipotecário dificultava ao credor a tarefa de certificar-se que o mesmo imóvel já não tivesse sido oferecido como garantia em outros empréstimos. Além disso, a solução de conflitos e o cumprimento de contratos estavam sujeitos a longos processos judiciais, o que aumentava consideravelmente o prazo de reembolso desses agentes. Esses fatos contribuíam para o aumento da desconfiança em relação à solidez do tipo de proteção oferecida pelos devedores, desestimulando a oferta dessa modalidade de financiamento (BRITO, 1923, p. 107 apud MARCONDES, 2014, p. 752).

A expansão da oferta de crédito hipotecário ocorreu no interior de um cenário de reformas institucionais que permitiram o crescimento desse tipo de financiamento no Brasil e o aumento de garantia para os credores (CORTES; MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 195-196). Dentro desse contexto, Marcondes e Hanley (2010) explicaram a relevância da implementação do Código Comercial em 1850. Embora elaborado com o foco voltado para operações relacionadas à comercialização de produtos primários, esse conjunto de diretrizes permitiu a regulamentação de operações bancárias e conseqüente o aumento da oferta de crédito comercial. Adicionalmente, a Lei de Terras, de 18 de setembro de 1850, representou um ponto de inflexão no estabelecimento dos direitos de propriedade, indispensáveis para a

operação de empréstimos hipotecários⁴. Foi observada também a criação de duas outras regulamentações, essas possuíam diretrizes mais específicas: as Leis Hipotecárias de 1864 e 1890, que estimularam o financiamento de longo prazo, e as Leis Empresariais de 1882 e 1890, que viabilizaram a constituição de instituições bancárias por meio de sociedades anônimas (MARCONDES; HANLEY, 2010, p. 107). Dessa maneira, Cortes, Marcondes e Diaz (2014) relataram que os empréstimos por hipoteca se iniciaram de forma mais significativa a partir de 1866 e alcançaram maior difusão após 1870. A partir desse período até a Primeira Guerra Mundial, observou-se um sustentado crescimento da oferta dessa modalidade de financiamento (CORTES, MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 201).

Os empréstimos hipotecários representaram uma nova alternativa de fomento para a atividade produtiva, visto que diversos agentes viram nesse tipo de crédito, a maneira de garantir a proteção de seus recursos. Essa modalidade de financiamento não se restringiu ao segmento bancário, tendo a participação expressiva de capitalistas, negociantes e até mesmo comerciantes. Embora organizações de maior porte⁵ buscassem financiamentos por meio da venda de ações, uma parcela desses títulos apresentava como garantia propriedades imobiliárias pertencentes às empresas registradas em hipotecas, de maneira que:

[...] o mercado hipotecário mostrou-se mais amplo do que o crédito imobiliário rural ou urbano, compreendendo muitas vezes o comercial e até mesmo o industrial. Por fim, alguns lançamentos de debêntures que procuravam melhores garantias para o credor também se fizeram por meio de hipotecas (MARCONDES, 2014, p. 757).

Por meio da análise descritiva de dados, Cortes, Marcondes e Diaz (2014) encontraram evidências de que o crédito hipotecário se mostrou fundamental para o fomento do desenvolvimento paulista e o estágio inicial de sua industrialização; grande parcela das negociações envolvendo o crédito industrial ocorreram fora do sistema bancário, sendo guiadas por outros agentes domésticos (como homens de negócios e capitalistas); e as hipotecas e a importação de máquinas e equipamentos foram importantes proxies para o financiamento industrial (CORTES, MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 193). Nesse sentido, observou-se uma correlação positiva entre os empréstimos hipotecários e as importações de máquinas no período. A partir dessa constatação, o nível de importação desses bens de capital pôde ser utilizado como um importante indicador do comportamento do investimento industrial. Dessa maneira, o aumento do investimento na compra de equipamentos no exterior sinalizava maior propensão, por parte dos empresários, para a ampliação e/ou modernização do setor produtivo.

Para analisar o perfil dessa modalidade de crédito em São Paulo Cortes, Marcondes e Diaz (2014) coletaram dados de 530 hipotecas firmadas para empresas industriais da região no período de 1886-1891. A partir da análise dos documentos, os autores concluíram que em 1907, os empréstimos hipotecários industriais chegaram a representar em média 65% do capital das principais empresas manufatureiras paulistas. Além disso, o desenvolvimento do crédito hipotecário na região sugere sua relação com as mudanças institucionais apresentadas no período (CORTES, MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 197).

No início do século XX, ainda em um contexto de recessão econômica e decorrente queda do nível de depósitos bancários, a redução no número de hipotecas foi considerada pouco expressiva. Esse fato ofereceu indícios de que os bancos não eram os únicos a oferecer recursos financeiros no mercado hipotecário. Em contrapartida, outros agentes, como banqueiros, capitalistas, corretores de seguros e homens de negócios contabilizavam aproximadamente 36,8% do número de empréstimos direcionados à indústria. Embora firmassem menor quantidade de contratos, esses credores participavam de investimentos de maior porte e por isso chegaram a prover 83,3% do montante de recursos envolvidos nessa modalidade de financiamento (CORTES, MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 205-206).

Em relação ao tipo de ativo oferecido como garantia dos empréstimos havia a predominância de propriedades urbanas. Em outras palavras, grande parte dos imóveis hipotecados eram casas, prédios e terrenos, representando 55,8% dos contratos. Em segundo lugar, as propriedades rurais como sítios e chácaras correspondiam a 22,1% dos casos, seguido de oficinas e fábricas (5,2%), olarias (1,7%), fazendas (1,5%) e armazéns (1,7%) (MARCONDES e HANLEY, 2010, p. 118).

⁴ Segundo Cortes, Marcondes e Diaz (2014) tradicionalmente, antes da implementação da Lei, as terras poderiam ser distribuídas ou até mesmo apropriadas de forma livre, estimulando disputas e conflitos violentos.

⁵ Marcondes (2014) cita o exemplo de empresas ferroviárias.

Ao final de seu estudo, Cortes, Marcondes e Diaz (2014) sugeriram que as principais firmas em 1907 estavam significativamente envolvidas com o mercado de hipotecas.⁶ Além disso, com base em um modelo econométrico⁷, os autores concluíram que essa modalidade de financiamento teve uma expressiva relação com os investimentos industriais (CORTES, MARCONDES e DIAZ, 2014, p. 205).

Depois de fazer um balanço das principais pontos do debate da historiografia econômica sobre as fontes de financiamento industrial, a próxima seção atenta para a descrição da indústria de cerveja e a da Companhia Antarctica Paulista.

4. A indústria cervejeira e a Companhia Antarctica Paulista

O setor cervejeiro representou um importante segmento de produção no período inicial do desenvolvimento da indústria no Brasil. No início do século XX, as cervejarias já se destacavam pelos altos investimentos direcionados para seu processo produtivo, perdendo apenas para a indústria têxtil de algodão e de açúcar. Dentre outros tipos de bebidas produzidas no país, a cerveja também se destacava no maior nível de valor agregado. Esse produto representava em média 74% do valor total das bebidas produzidas no Brasil entre 1911 e 1913 e 73,1% em 1919 (SUZIGAN, 2000, p. 228).

Originalmente a produção de cerveja consistia em um processo simples, que não exigia altos montantes de investimento em máquinas e equipamentos. Dessa maneira, as primeiras fábricas foram de pequeno porte e tinham o estilo de produção artesanal. Nesse tipo de estrutura mais rudimentar, a cerveja produzida era do tipo leve e de alta fermentação. Por sua fabricação ser considerada acessível a pequenos produtores, esse ramo se desenvolveu no Brasil antes mesmo do período da Primeira República. Nesse sentido observou-se que “em finais da década de 1870 existiam no império pelo menos 18 fábricas de cerveja produzindo de 8 a 10 milhões de garrafas de cerveja anualmente” (LAGO *et al*, 1979, p. 40 apud VERSIANI, 1982, p. 470). Na década de 1870, por exemplo, a quantidade produzida por pequenos fabricantes, já alcançava 66,7 milhões de litros. O grande volume de produção na época foi suficiente, inclusive, para reduzir a demanda por cerveja importada (SUZIGAN, 2000, p. 229).

As décadas de 1880 e 1890 marcaram o início da consolidação de cervejarias de maior porte. Essa nova etapa da produção da bebida, teve importante participação de empresários imigrantes, sobretudo, alemães. Esses industriais foram capazes de produzir em grande escala, a cerveja do tipo alemã. A variedade de bebida leve, anteriormente importada, já havia conquistado a preferência de consumidores brasileiros. Para a produção dessa cerveja no Brasil, os imigrantes importavam máquinas, matérias-primas como o malte e lúpulo, e técnicos da Alemanha. Por conseguinte, antes mesmo do início do século XX, a demanda pela bebida no Brasil foi praticamente satisfeita pela produção doméstica. As novas empresas obtiveram êxito em produzir as cervejas leves, de ampla variedade. Além de agrandar o mercado brasileiro, a produção desse tipo de bebida foi capaz de aumentar o volume de vendas das novas cervejarias (SUZIGAN, 2000, p. 234).

Dentre as grandes empresas produtoras de cerveja que surgiram após 1880, estava a Companhia Antarctica Paulista. De acordo com Rodrigo Semenichin (2006) a empresa foi fundada em 1888, a partir de uma sociedade entre o cervejeiro de origem alemã, Louis Bücher e Joaquim Salles. O segundo sócio, era proprietário de uma fábrica de gelo e derivados da carne de porco. Dessa maneira, Joaquim Salles já possuía em sua fábrica um ambiente favorável à produção da bebida, como água potável e estruturas de refrigeração para seu armazenamento. Louis Bücher, ao propor a sociedade, estava interessado na produção de cerveja de baixa fermentação. Como comentado anteriormente, essa bebida diferia na época, daquelas fabricadas no país, as quais eram de alta fermentação e produzidas de maneira artesanal. Sob essa perspectiva, a cerveja de baixa fermentação, além de ser considerada de qualidade superior, passava pelo processo de pasteurização, o que conferia maior durabilidade à cerveja. Esses fatores contribuíram para o destaque da cervejaria no mercado nacional (SEMENICHIN, 2006).

⁶ Cortes, Marcondes e Diaz (2014) utilizam como exemplo o caso do setor têxtil, considerado a indústria mais importante do Brasil no período, onde a relação entre empréstimos hipotecários e o capital total foi de 96%. Em outros setores observados essa razão girou em torno de 65%.

⁷ Cortes, Marcondes e Diaz (2014) avaliaram a relação entre o crédito obtido por meio de hipotecas e a importação de máquinas. Dessa maneira os autores, realizaram testes empíricos fundamentados em cointegração. A importação de maquinários foi utilizada como variável proxy visto que seu nível se constitui em um indicador de investimento.

A companhia organizou-se como sociedade anônima em 1891. Grande parte das ações foi adquirida por empresários locais. No entanto, integrava o quadro de acionistas dois alemães naturalizados brasileiros: João Carlos Antônio Frederico Zerrenner e Adam Ditrik von Büllow, os quais exerceriam importantes funções no processo de expansão da empresa (SUZIGAN, 2000, p. 231).

De acordo com Antonio Francisco Bandeira Jr. (1901), até o início do século XX a companhia já contava com três máquinas de gelo, duas do sistema *Lind* e uma americana do modelo *Cleveland*. A capacidade da produção de cerveja poderia chegar a 42.000 litros em 24 horas e o volume de gelo fabricado poderia atingir 58000 quilos no mesmo intervalo (BANDEIRA JR., 1901, p. 35-36).

No setor cervejeiro, a capacidade de produção tinha elevado grau de concentração, evidenciando características oligopolistas já em 1907. Nesse sentido, quinze das maiores fábricas do segmento geravam aproximadamente 75% da produção total no ano. Dentre elas, as três empresas de maior porte eram a Companhia Cervejaria Brahma, a Companhia Antártica Paulista e a Fábrica de Cerveja Paraense. Essa estrutura de mercado concentrado já começou a ser formada em 1890, a partir da abertura dessas grandes cervejarias de maneira que “as três companhias controlavam mais de 50% do mercado, 61,9% do capital, 68% da potência instalada e 47,3% da mão de obra empregada na indústria de cerveja. Mas a Brahma e a Antártica tinham predomínio absoluto” (SUZIGAN, 2000, p. 235).

Nos primeiros anos do século XX, foram observados o aumento acelerado no consumo de cerveja e a ampliação do mercado interno. Por conseguinte, houve a crescente necessidade de expansão no nível de produção das indústrias de bebidas. “A Antártica e a Brahma, especialmente, ampliaram as instalações, diversificando a produção para incluir bebidas não alcoólicas, soda, gelo, ácido carbônico, etc.” (SUZIGAN, 2000, p. 235-236). A partir desse cenário de crescimento, a próxima seção busca mostrar quais foram as fontes de recursos que permitiram o investimento na expansão da Companhia Antártica Paulista no período.

5. As fontes de financiamento da Companhia Antártica Paulista

Para o estudo das origens das fontes de financiamento direcionadas a Companhia Antártica Paulista, buscou-se a análise dos balanços patrimoniais da empresa. As demonstrações financeiras utilizadas no estudo foram publicadas pelo Diário Oficial do Estado de São Paulo entre os anos de 1890 e 1941. Posteriormente, os dados encontrados, referentes às contas do ativo e passivo da companhia para cada ano, foram transferidos e organizados em uma planilha (ver Apêndice).

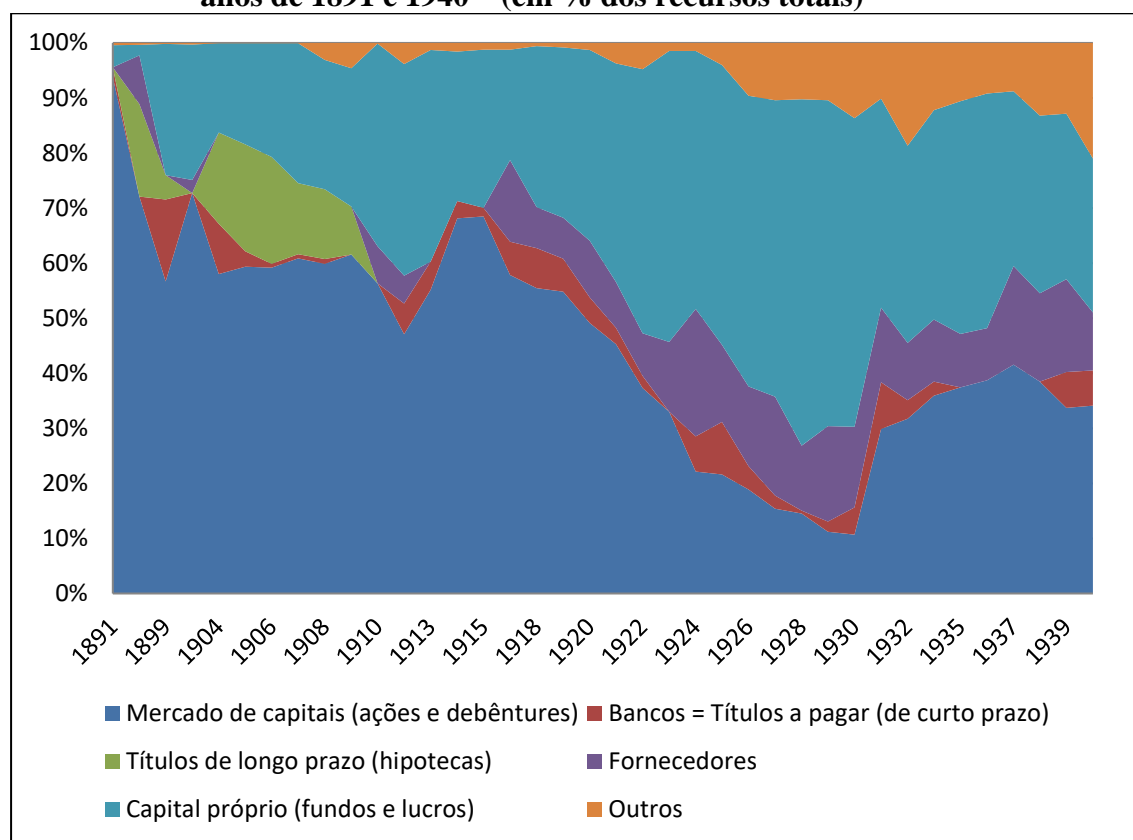
De maneira especial, a análise da estrutura do passivo permitiu rastrear a evolução do nível de participação das fontes de financiamento no provimento de recursos para a companhia ao longo do período. Desse modo, suas contas foram classificadas em seis grupos sendo: mercado de capitais (que inclui fundos provenientes de ações e debêntures); empréstimos bancários; títulos hipotecários; fornecedores; capital próprio e outras fontes não especificadas. A partir da divisão do valor referente a cada conjunto de contas pelo passivo total foi possível calcular a participação proporcional de cada fonte de recurso nos fundos disponíveis para a empresa.

Os valores do ativo total da Companhia Antártica Paulista foram obtidos originalmente, a preços correntes. Portanto, para que análise não sofresse distorções que pudessem superestimar o aumento de ativos da companhia foi necessário deflacionar a série de dados. Para estabelecer os valores do ativo a níveis de 1913, escolhido como o ano-base, foram utilizados os seguintes índices de preço: de 1891 a 1913 (CATÃO, 1992, p. 530) e de 1913 a 1930 (MALAN *et al*, 1977, p. 516).

Com base nessa análise, foi observado que os recursos da companhia vieram de diferentes fontes. No entanto, o nível de participação entre elas variavam de maneira considerável ao longo dos anos. Pela análise do Gráfico 1 fica claro que nos primeiros anos de operação da companhia, os recursos provenientes do mercado de ações e debêntures perfaziam quase a totalidade dos fundos da empresa, correspondendo a 93,8% de seu capital no ano de 1891. Nesse sentido, o aumento da proteção dos acionistas e credores, estabelecida no estatuto das empresas, seria uma das razões pelas quais companhias como a Antártica conseguiram obter grande aporte de recursos junto aos investidores (MUSACCHIO, 2009, p. 39; HANLEY, 2005, p. 117). Entretanto, após oscilações, essa modalidade de financiamento começou a perder participação após 1915, no contexto da Primeira Guerra Mundial. Nesse ano, os recursos derivados de ações e debêntures ainda representavam 68,5% do total, caindo para 55,5% em

1918, último ano do conflito. A partir dessa perspectiva, é oportuno observar que os anos de protagonismo desses títulos no financiamento da Antártica, convergem exatamente com o período de maior crescimento do mercado de capitais, identificados no estudo de Hanley (2005) e Musacchio (2009).

Gráfico 1 - Origem das fontes de financiamento da Companhia Antártica Paulista entre os anos de 1891 e 1940 – (em % dos recursos totais)



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período (ver Apêndice).

É oportuno ressaltar que a partir de 1915, observou-se a queda persistente na proporção de financiamento por meio do mercado de capitais (ações e títulos) para a empresa. Essa modalidade alcançou seu menor nível de participação no período da crise de 1929. O episódio, marcado pela queda repentina das ações na Bolsa de Nova York, afetou o mercado de capitais, contribuindo para seu declínio no país. Em 1930, a participação relativa de ações e debêntures, atingiu apenas 10,7% dos recursos totais ofertados à empresa. A proporção desse tipo de financiamento voltou a aumentar no ano seguinte, atingindo o pico de 41,6% do total em 1937. No entanto, sua relevância não chegou a representar os altos níveis observados no período inicial de operações da companhia.

Dentre os bancos que ofereceram empréstimos à companhia, apareceram em alguns balanços⁸ a Banca Francesa e Italiana, o *The National City Bank of New-York* e a Caixa Econômica Federal de São Paulo. No entanto, como pode ser observado no Gráfico 1, empréstimos bancários não apresentaram grande representatividade no financiamento da empresa no intervalo analisado. Com base nos dados do período, para quase toda a série, a proporção desse tipo de empréstimo se manteve abaixo dos 10%. O maior nível de participação foi observado em 1899, no qual essa modalidade chegou a representar 14,9% dos recursos da empresa. A crise da década de 1930 parece não ter contribuído de maneira significativa para a queda da proporção dessa fonte de financiamento, a qual chegou até a sofrer um aumento, partindo de 4,9% em 1930 para 8,5% em 1931. Entretanto, participação dos bancos foi nula entre 1935 e 1938, voltando a subir para 6,5% em 1939 e mantendo-se nesse patamar em 1940. Essa constatação parece reforçar a observação de que os bancos adotaram um comportamento mais conservador em relação fornecimento de empréstimos de longo prazo à indústria incipiente, pelo menos para empresas sociedades

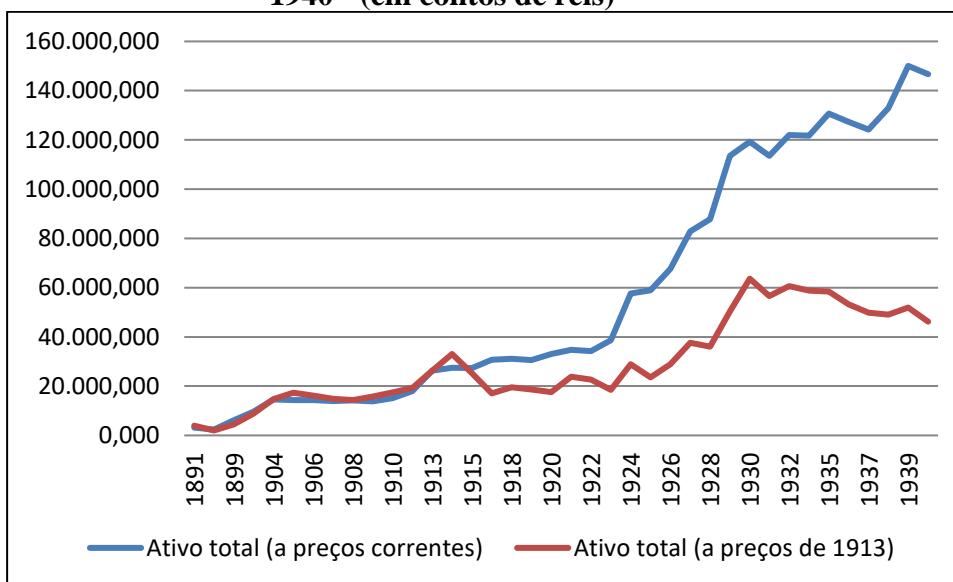
⁸ O empréstimo da Banca Francesa e Italiana apareceu no balanço patrimonial de 1911 a 1914, o do *The National City Bank of New-York* no ano de 1915 e a Caixa Econômica Federal de São Paulo nos anos de 1939 e 1940.

anônimas que tinham acesso a outras formas de financiamento. Dessa maneira, estariam mais focados em empréstimos de curto prazo e financiamentos do complexo exportador cafeeiro em detrimento do setor industrial (MUSACCHIO, 2009, p. 62). Nesse ponto, o caso da Companhia Antarctica parece convergir com a condição da cervejaria Brahma, onde os bancos alemães parecem não ter mostrado muito interesse no fornecimento direto de crédito para projetos industriais (MARQUES, 2005, p. 102-103).

Como pode ser observado no Gráfico 1, os empréstimos hipotecários tiveram considerável participação nos primeiros anos da Companhia Antarctica Paulista. Essa modalidade de crédito chegou a representar 19,4% das fontes de recursos da empresa nos anos de 1905 e 1906. As contas do passivo nos balanços observados não mostraram mais indícios de participação do crédito hipotecário para o financiamento da Antarctica a partir de 1910. Não obstante, é oportuno observar que no período no qual se apresentou, essa fonte de crédito revelou proporcionalmente maior participação no fornecimento de recursos se comparado àqueles fornecidos via empréstimos bancários.

Na década de 1920, pelas informações do Gráfico 1, é possível observar uma mudança na origem principal de recursos que ofereceram suporte para os investimentos da Companhia Antarctica. O mercado de ações e títulos deixou de ser o protagonista no aporte de capital para a empresa e em 1922, os recursos próprios passaram a ser sua principal fonte de financiamento. No mesmo ano de 1922, o capital da própria companhia correspondeu a 48% dos fundos disponíveis, contra 37,3% do mercado de capitais, que passou para o segundo lugar. Por outro lado, o Gráfico 2 mostra que entre as décadas de 1920 e 1930, ocorreu o aumento do ativo da empresa, que atingiu o pico de 63.645 contos de réis em 1930, a preços de 1913. Como pode ser observado de maneira paralela no Gráfico 1, esse crescimento passou a ser financiado predominantemente pelos lucros e fundos da própria companhia, o qual chegou a representar mais de 50% dos recursos da empresa entre os anos de 1925 e 1930. Conforme comentado anteriormente, o mercado de capitais voltou a ter a maior participação relativa somente em 1937, representando 41,6% dos recursos totais. No entanto, em proporções bastante inferiores àquelas observadas entre as décadas de 1890 e 1900, as quais sua participação chegou a superar 90% do capital da companhia.

Gráfico 2 - Evolução do ativo da Companhia Antarctica Paulista entre os anos de 1891 e 1940 - (em contos de réis)



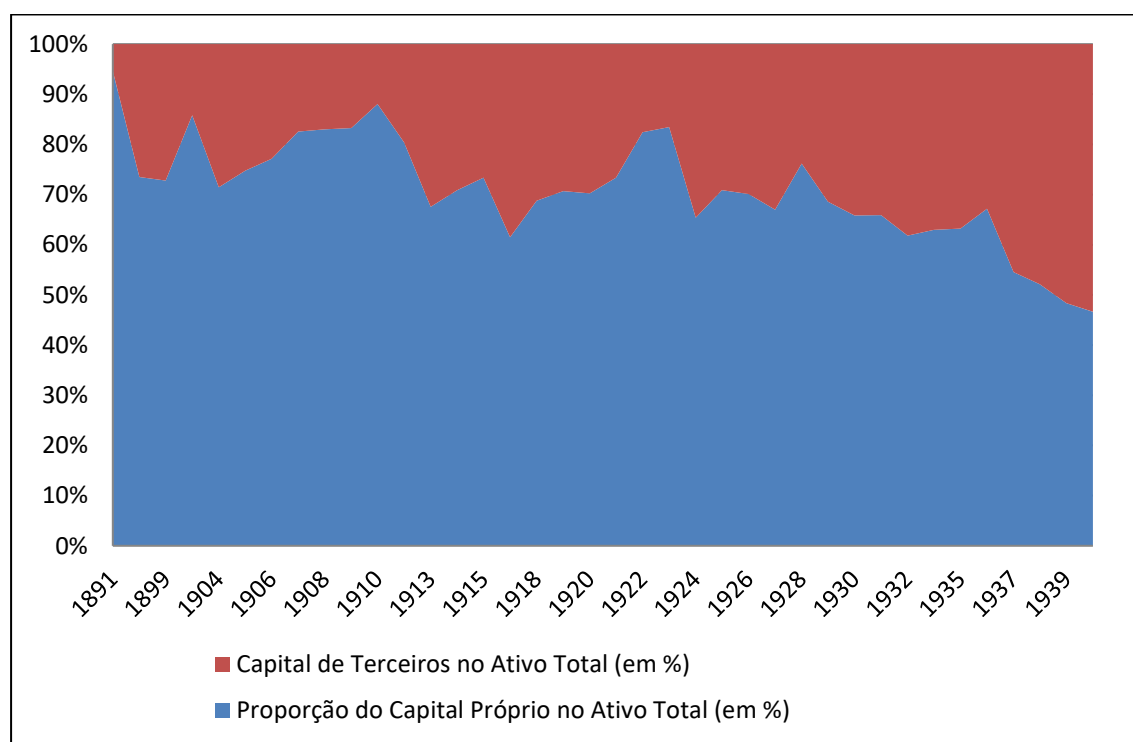
Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período (ver Apêndice).

Pela análise do Gráfico 2 é possível perceber os principais períodos de maior crescimento do ativo da Antarctica. Houve um significativo crescimento do ativo real da companhia entre 1899 e 1905, com estabilização entre 1906 e 1910 e um novo forte crescimento entre 1911 e 1914. A Primeira Guerra Mundial dificultou as atividades da Antarctica, já que a evolução do seu ativo real caiu significativamente durante o conflito, não recuperando o patamar do seu ativo anterior ao conflito até 1927. Os anos iniciais da década de 1920 não foram favoráveis para a evolução do ativo da Companhia Antarctica Paulista. Apesar de forte crescimento do ativo real da Antarctica no final da década de 1920 (entre 1926 e 1930), a

crise de 1929 e a posterior Grande Depressão dos anos 1930 impactaram negativamente nas atividades da empresa. Até 1940 a Antarctica não irá voltar a ter o mesmo nível de ativo, em termos reais, do ano de 1930.

Outro aspecto interessante de análise é a evolução da participação de capitais de terceiros e próprio no ativo total da empresa, o qual é apresentado no Gráfico 3. Em relação à composição da origem de seu capital é possível notar a importância da participação de recursos próprios da Companhia Antarctica Paulista no ativo total. Conforme pode ser observado no Gráfico 3, essa parcela se sustentou acima de 60% em quase todo o período analisado, apresentando maior sinal de queda após 1936. Ao final da série, após 1938, a proporção de capital de terceiros ultrapassou a participação do capital próprio, ocupando 51,61% do ativo total.

Gráfico 3 – Composição do capital (entre terceiros e próprio) da Companhia Antarctica Paulista –1891-1940 (em %)



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período (ver Apêndice).

6. Conclusões

No decorrer do estudo buscou-se observar o nível de participação das principais fontes de recursos no financiamento da Companhia Antarctica Paulista. Dessa forma, os dados referentes aos balanços patrimoniais da empresa entre os anos de 1891 e 1940 foram organizados e analisados conforme a sua evolução.

Ao final do trabalho, foi possível concluir que a origem dos recursos que permitiram a expansão da companhia estava concentrada no mercado títulos e em fundos e lucros da própria empresa. Nesse sentido, observou-se que o mercado de capitais se apresentou como uma importante fonte de financiamento nos primeiros anos da Antarctica. Dessa maneira, com exceção de 1911, no período entre 1891 e 1920, as ações e títulos respondiam por pelo menos 50% da participação na origem de recursos da companhia. Essa situação só se inverteu na década de 1920, onde a Antarctica passou a se financiar majoritariamente pelos seus próprios recursos. O mercado de capitais só voltou a apresentar maior participação relativa em 1937, onde representou 41,6% dos recursos totais. Embora sua participação voltasse a crescer após 1937, o financiamento por meio de ações e títulos não chegou a alcançar os níveis relativos que apresentou em seus primeiros anos de expansão.

Os empréstimos bancários não tiveram uma presença expressiva no período analisado, de modo que o nível de sua participação relativa no financiamento da companhia não ultrapassou 10% do total de recursos disponíveis na maioria dos anos. Em algumas demonstrações mais detalhadas, nas contas do balanço patrimonial da Companhia, foi possível identificar recursos advindos da Banca Francesa e Italiana, *The National City Bank of New-York* e da Caixa Econômica Federal de São Paulo. Nesse sentido, um dos indicadores da baixa participação dos bancos no aporte de recursos para a empresa foi a grande proporção de capital próprio em seu patrimônio, o qual chegou a representar mais de 80% do seu ativo total em alguns anos.

A partir da análise do caso da Companhia Antarctica Paulista foi possível observar a relevância do mercado de capitais nos primeiros anos da companhia. Essa forma de financiamento ofereceu o impulso inicial para os investimentos necessários à empresa em um período ainda incipiente do desenvolvimento industrial e financeiro de São Paulo. As evidências encontradas nesse trabalho parecem convergir com a conclusão do estudo de Hanley (2001), Hanley (2005) e Musacchio (2009) sobre o papel da Bolsa de Valores no financiamento de empresas paulistas entre 1886 e 1917. Nesse sentido, o curto período de expansão do mercado de títulos e ações foi suficiente para a consolidação inicial e o crescimento de empresas como a Antarctica, no mercado brasileiro. Dessa maneira, ainda que a Bolsa não tenha obtido sucesso em se sustentar no decorrer dos anos, ela apresentou uma contribuição significativa no desenvolvimento econômico de longo prazo (HANLEY, 2001, p. 140-141).

Referências

Fontes Primárias

SÃO PAULO. *Diário Oficial do Estado de São Paulo*. (vários anos).

BANDEIRA Jr., Antonio Francisco. *A indústria no estado de São Paulo em 1901*. Typ. do "Diario Oficial", 1901.

Fontes Secundárias

BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross. "A New Database on Financial Development and Structure". *Policy Research Working Paper* n. 2146. The World Bank, July 1999.

BECK, Thorsten; LEVINE, Ross e LOAYZA, Norman. "Finance and the sources of growth". *Journal of Financial Economics*. 58, 2000.

BRITO, João Rodrigues de. *A economia brasileira no alvorecer do século XIX*. Salvador: Progresso, 1923.

CANO, Wilson. *Raízes da concentração industrial em São Paulo*. Tese de doutorado, UNICAMP, Campinas, 1975.

CATÃO, Luis A. V. "A new wholesale price index for Brazil during the period 1870-1913". *Revista Brasileira de Economia*. 46 (4), 1992.

CORTES, Gustavo S.; MARCONDES, Renato L.; DIAZ, Maria Dolores M. "Mortgages for machinery: credit and industrial investment in pre-World War I Brazil". *Financial History Review*, v. 21, n. 2, p. 191-212, 2014.

DEAN, Warren. *A industrialização de São Paulo*. São Paulo: Difel, 1971.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross. *Financial structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development*. Cambridge, Massachusetts; London, England: The MIT Press, 2001.

FAUSTO, Boris. *História do Brasil*. São Paulo: Edusp, 2006.

FOHLIN, Caroline. *Mobilizing Money: How the World's Richest Nations Financed Industrial Growth*. New York: Cambridge University Press, 2012.

FOHLIN, Caroline. "Financial Systems and Economic Development in Historical Perspective," In: DIEBOLT, C.; HAUPERT, M. (eds). *The Handbook of Cliometrics*. Berlin: Springer Verlag, 2016.

GAMBACORTA, Leonardo; YANG, Jing e TSATSARONIS, Kostas. "Financial structure and growth". *BIS Quarterly Review*, March, 2014.

GERSCHENKRON, Alexandre. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Cambridge (Mass.): The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.

- GOLDSMITH, Raymond W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University.
- HANLEY, Anne. “A Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917”. *História Econômica & História de Empresas*. 4 (2), 2001, p. 115-142.
- HANLEY, Anne. *Native capital: financial institutions and economic development in São Paulo, Brazil, 1850-1920*. Stanford University Press, 2005.
- LAGO, Luiz Aranha Correa do; ALMEIDA, Fernando Lopes; LIMA, Beatriz M. F. de. *A Indústria Brasileira de Bens de Capital: Origens, Situação Recente e Perspectivas*. Rio de Janeiro: FGV/IBRE, 1979.
- LAW, Siong Hook; SINGH, Nirvikar. “Does too much finance harm economic growth?” *Journal of Banking & Finance*, 41, 2014.
- LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. “Stock Markets, Banks and Economic Growth,” *American Economic Review*, 88, 537-558, 1998.
- LEVINE, Ross; LOAYZA, Norman e BECK, Thorsten. “Financial intermediation and growth: Causality and causes”. *Journal of Monetary Economics*. 46, 2000.
- MALAN, Pedro S.; BONELLI, Regis; ABREU, Marcelo de P.; PEREIRA, José Eduardo de C. *Política econômica externa e industrialização no Brasil (1939-1952)*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1977.
- MARCONDES, Renato Leite; HANLEY, Anne G. “Bancos na transição republicana em São Paulo: o financiamento hipotecário (1888-1901)”. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 40, n. 1, p. 103-131, 2010.
- MARCONDES, Renato Leite. “Crédito privado antes da Grande Depressão do século XX: o mercado hipotecário”. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 44, n. 4, p. 749-786, 2014.
- MARQUES, Teresa C. N. “Bancos e desenvolvimento econômico: uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da Cervejaria Brahma, 1888-1917”. *História e Economia*. 1 (1), 2005, p. 87-119
- MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
- ROUSSEAU, Peter L; WACHTEL, Paul. “Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries”. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, No. 4, 1998.
- SAES, Flavio; SZMRECSÁNY, Tamas. “El papel de los bancos extranjeros en la industrialización inicial de Sao Paulo”. In: MARICHAL, Carlos. *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada*. México: El Colegio de México, 1995.
- SEMENICHIN, Rodrigo. *Breve história de uma famosa marca de cerveja*. Jornal da Unicamp. Edição 327 - 12 a 25 de junho de 2006. Disponível em http://www.unicamp.br/unicamp/unicamp_hoje/ju/junho2006/ju327pag8c.html. Acesso em: 18 março 2018.
- SUZIGAN, Wilson. *Indústria brasileira. Origem e desenvolvimento*. São Paulo: Hucitec, 2000.
- TRINER, Gail D. “Banking, economic growth and industrialization: Brazil, 1906-30”. *Revista Brasileira de Economia*, v. 50, n. 1, p. 135-154, 1996.
- VERSIANI, Maria Teresa. “Proteção tarifária e crescimento industrial nos anos 1906/12: o caso da cerveja”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(2), agosto de 1982.

Apêndice

A.1 – Balanço Patrimonial da Companhia Antarctica Paulista, em contos de réis correntes, 1891 – 1940

	1891	1891	1894	1899	1901	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1913	1914	1915	1917	1918	1919
Ativo Circulante																			
Caixa	4,8560	4,856	0,9120	3,0480	75,9510	36,0000	36,200	8,1590	5,7470	3,1170	28,809	56,8740	87,9510	124,1740	236,4790	194,826	196,238	160,544	97,693
Bancos														540,7160	265,2510	64,114			
<i>Banco Comerciale Italo-Brasiliano</i>											32,064								
<i>Brasilianische Bank für Deutschland</i>							174,717	177,0660	128,4290	247,1190	302,759	30,5220	18,1230						
Banca Francesa & Italiana												40,3140	17,7860						
Contas Correntes (Débitos diversos)	183,3250	103,325		181,2220		125,7890	81,483	140,1780	621,6190	584,7330	226,627			192,2110	362,9780	196,566	1697,650	1.622,475	2.565,113
Contas a receber																12,737	15,130	15,189	15,801
Duplicatas a receber																			
Títulos a receber														78,3860	99,0950	200,991	136,346	70,642	60,592
Títulos descontados																			
Títulos em cobrança														21,8030	7,1040	19,187	716,224	788,026	556,245
Títulos caucionados																			
Letras a Receber						3,5300													
Acionistas (Entradas a realizar)	1421,9600	1421,960	4,4000	1253,0000									2035,3970						
Mercadorias	221,8230	221,823	245,2470	1177,1690	1250,3290	1502,3440	1.167,948	1027,8640	1127,9630	1282,8360	1032,159	1422,5380					3884,409	4.249,450	4.219,232
Mercadorias em viagem																			
Mercadorias em consignação				8,2800															
Materiaes																			
Produtos, matérias-primas e acessórios (unificado em 1939)																			
Contratos						109,5000	145,000	128,3680	103,9600	99,7960	81,300								
Contratos São Paulo												49,2140	29,7970	0,0010	0,0010	0,001	0,001	0,001	
Contratos Rio de Janeiro												64,3830	52,7220	33,0800	16,5090	15,104	12,643	6,613	3,643
Cauções diversas																		9,885	9,885
Garantias diversas															57,4110	57,411	12,105		
Seguros							8,405												
Contas diversas																			
Consignações																			
valores em garantias																			
Alugueis a receber																			
Imposto sobre vendas mercantis																			
Impostos de consumo (selos existentes)																			
Selos para vendas e consignações																			
Selos de vinhos compostos (a partir 1936)																			
Selos do imposto sobre móveis (a partir de 1936)																			
Selos diversos (1940)																			
Resgate obrigatório de sobra de ações																			
Regularizações do exercício																			
Companhia Antarctica carioca, c/ liquidação																			
Companhia Antarctica mineira, c/ liquidação																			
Depósitos para recursos fiscais																			
Contas de amortizações periódicas (a partir de 1935)																			
Depósitos para recursos fiscais																			

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935	1936	1937	1938	1939	1940
Ativo Circulante																				
Caixa	288,368	486,829	320,832	333,7920	831,918	1.103,788	1.141,625	1.201,067	1600,070	1.445,009	1.887,584	1.409,272	1.819,821	1.358,941	2.317,217	1.249,622	2.323,762	1.967,555	3.237,990	2.889,517
Bancos	467,608	68,980	1.626,455	2.088,8440																
<i>Banco Comerciale Italo-Brasiliano</i>																				
<i>Brasilianische Bank für Deutschland</i>																				
Banca Francesa & Italiana																				
Contas Correntes (Débitos diversos)	4.257,332	5.523,445	5.189,745	4.313,6370	10.370,675	9.547,865	16.436,395	25.162,453	16999,769	19.179,732	15.691,583	15.858,390	16.738,986	23.718,623	21.548,137	22.386,184	29.287,519	27.937,266	36.615,426	30.009,320
Contas a receber																				
Duplicatas a receber										1.617,376	3.530,333	2.348,405	2.150,304							
Títulos a receber	78,665	68,577	141,188	229,1960	611,781	176,306	793,389	690,085	738,655	743,087	1.487,915	546,336	558,847	300,332						
Títulos descontados															4.380,000	3.050,000	4.550,000	7.150,000	8.000,000	13.350,000
Títulos em cobrança	1.017,562	1.464,634	948,548	902,4040	1.873,716	1.686,426	1.724,938	1.941,090	1722,270	2.165,118	3.921,655	2.204,377	1.809,009	1.515,183	2.649,125	1.826,109	4.213,935	7.837,702	6.305,339	
Títulos caucionados																		52,600		
Letras a Receber																				
Acionistas (Entradas a realizar)																				
Mercadorias	4.421,191	4.004,064	4.436,878	4.586,8800	7.083,517	7.491,172	5.695,931	4.890,951	9633,735	19.827,045	21.646,448	17.908,522	15.222,411	16.954,416	22.049,635	23.550,885	27.707,953	30.871,955		
Mercadorias em viagem																		470,301	2.073,627	
Mercadorias em consignação																				
Materiaes				410,154																
Produtos, matérias-primas e acessórios (unificado em 1939)																			32.335,668	30.191,261
Contratos									810,212	3.411,793	683,196	156,894	13.488,477	8.680,518	3.806,609	3.516,682	422,637	363,615	441,105	515,587
Contratos São Paulo																				
Contratos Rio de Janeiro																				
Cauções diversas	9,935	11,630	10,655	11,885	37,970						136,404	128,421	12,184	9,259	15,605	24,044	23,983	26,017	16,878	26,562
Garantias diversas																				
Seguros																				
Contas diversas						71,580	136,266	168,946	291,053	3.271,513	7.207,958	8.254,044	7.343,592	6.345,444						
Consignações															2.984,970	1.354,836	2.486,667	2.551,216	2.963,030	2.390,250
valores em garantias															710,000	766,792	579,093	611,099	2.808,228	1.995,093
Alugueis a receber	20,965	6,695	4,4450	8,385	20,775			43,325												
Imposto sobre vendas mercantis					5,465	5,040	9,235	12,474	11,225	17,814	19,826	5,200	3,860	8,270	2,767					
Impostos de consumo (selos existentes)		93,323	105,328	187,414	340,843	266,583	279,789	388,839	667,569	625,778	480,950	713,366	465,929	355,994	723,827	636,618	707,527	639,309	758,525	1.008,824
Selos para vendas e consignações																42,813	33,277	53,902		
Selos de vinhos compostos (a partir 1936)																	2,476	1,969		
Selos do imposto sobre móveis (a partir de 1936)																	1,420	2,624		
Selos diversos (1940)																				
Resgate obrigatório de sobra de ações										2,800	2,800									
Regularizações do exercício															1.176,230	1.894,346	1.221,118	844,932	1.359,864	1.193,797
Companhia Antartica carioca, c/ liquidação															3.748,598					
Companhia Antartica mineira, c/ liquidação																619,554				
Depósitos para recursos fiscais															240,212		341,962			
Contas de amortizações periódicas (a partir de 1935)															2.001,382	1.999,726	2.109,682	2.020,755	2.636,984	2.502,195
Depósitos para recursos fiscais																296,329		340,700	264,093	1.995,984

	1891	1891	1894	1899	1901	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1913	1914	1915	1917	1918	1919
Ativo Permanente																			
Conta de instalação, maquinários e acessórios (disp.a partir de 1935)																			
Novas Máquinas e Utensílios																			
Barris, tubos e outros (1940)																			
Bens de raiz (valor de prédios e terrenos)(bens imóveis)	1131,0720	1131,072	1140,0000	1888,8050	4080,8660	6585,5550	6.560.000	5838,6370	5716,0000	5716,0000	5746,000	6064,6910	7418,6040	9880,0000	10974,0000	10836,000			
Bens Imóveis na Mooca																	8078,000	8.083,000	8.118,000
Propriedades em São Paulo																	1345,000	1.345,000	6.842,785
Filiais Antarctica (unificado em 1939) - Bens imóveis																			
Propriedade em São Bernardo																			
Propriedade em Santo Amaro																			
Propriedades em Santos e São Vicente																			
Propriedades em Rio de Janeiro																	291,000	291,000	308,000
Propriedades na Bahia																	50,000	57,000	57,000
Propriedade no Leme - Rio																	104,500	107,400	107,400
Propriedade na Rua Riachuelo , Rio																			
Propriedade em Caes do Porto- Rio																			
Propriedade em Baurú																			
Propriedade em Xiririca																			
Propriedade em Belo Horizonte																			
Propriedade em Una																			
Propriedade em Cruz Machado																			
Propriedade em Recife																			
Propriedade em Guajuvira																			
Propriedade em União Victória - Paraná																			
Terreno em Botucatu												13,1960	13,8860	45,7000	15,5000	15,500	15,500	15,500	15,500
Propriedades diversas (conta unificada em 1922)																			
Polytheama																	2935,036	3.002,188	
Cassino																	650,000	650,000	
Novas Obras- Teatro em Construção														117,0000	465,0000	554,000			
Novas Obras e benfeitorias																			
Obras e instalações em andamento no Rio de Janeiro (1936)																			
Fábrica em Ribeirão Preto											39,000	694,5240	965,1000	1300,0000	1450,0000	1450,000	1450,000	1.450,000	1.450,000
Filial Santos																			
Bens móveis	222,1740	222,174	960,0000	1611,1080	4129,9360	5996,0610	5.860,036	6550,0000	5970,0000	5970,0000	6020,000	6350,0980	7036,9790	8090,0000	8649,0000	8582,000	8796,000	8.766,500	8.766,500
Bens móveis na Mooca																			5.800,700
Despesa de incorporação	1,0000	81,000																	
Debentures em carteira														1799,4000	1500,0000	881,800			
Inventário														3733,3840	3105,0310	3973,514			
Semoventes			10,4640	48,4090	50,8090	42,0640	38,274	38,3940	38,3940	38,3940	38,000	51,6170	71,8960	60,0000	60,0000	50,000	47,7000	57,4700	56,120
Frações de Ações															0,500	1,1000	2,8000	2,800	
Ações							225,000				225,000	225,0000	262,5000	225,0000	231,0000	235,000		323,2690	247,261
Direitos e ações																			
Patrimônio a restaurar																			
Ações da Companhia Vidraria Santa Marina						225,0000		225,0000	225,0000	225,0000							235,0000		
Valores (Em letras s/Londres)								200,6040											
Valores Cauçionados (Santos)																			
Caução (1940)																			
Ações caucionadas	12,0000	12,0000	12,0000	12,0000	30,0000	30,0000	30,000	30,0000	30,0000	30,0000	30,000	30,0000	30,0000	30,0000	30,0000	30,000	30,0000	30,0000	30,000
Ativo Total	1366,2460	1446,2460	2122,464	3560,3220	8291,6110	12878,6800	12.713,310	12882,6350	11979,3940	11979,3940	12098,000	13429,126	15798,9650	25280,4840	26479,5310	26608,314	24028,8360	24.181,1270	23.035,566

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935	1936	1937	1938	1939	1940
Ativo Permanente																				
Conta de instalação, maquinários e acessórios (disp.a partir de 1935)															30.219,548	30.854,909	9.956,290	9.687,839	10.030,817	12.928,476
Novas Máquinas e Utensílios																	483,905	366,228	250,083	603,879
Barris, tubos e outros (1940)																				4.463,706
Bens de raiz (valor de prédios e terrenos)(bens imóveis)																				
Bens Imóveis na Mooca	8.412,315	8.412,315	8.596,531	9.598,314	12.402,067	12.636,275	12.941,150	13.115,736	13.616,215	14.244,311	14.313,226	14.867,731	14.875,262	15.059,541	14.906,075	14.931,147	15.279,111	16.610,127	19.446,417	20.536,916
Propriedades em São Paulo	4.895,917	4.895,917		2.461,525	1.909,491	1.620,943	2.459,794	1.620,943	1.639,382	2.358,976	2.359,196	2.360,715	2.375,803	2.382,269	2.396,142	2.396,142	2.405,978	2.405,978	1.698,468	1.623,768
Filiais Antarctica (unificado em 1939) - Bens imóveis																			8.987,672	8.777,079
Propriedade em São Bernardo								858,154	848,034	858,094	821,564	821,564	821,564	846,837	846,837	846,837	846,837	846,837		
Propriedade em Santo Amaro														19,540						
Propriedades em Santos e São Vicente	308,000	308,000		308,000	352,000	539,474			3.650,582	4.491,656	4.793,523	4.760,897	4.744,302	4.751,537	2.392,826	2.392,826	2.392,828	2.338,126		
Propriedades em Rio de Janeiro									635,443	834,827	884,564	1.239,566	1.239,566	1.239,566	2.629,473	3.291,756	2.244,018	2.244,016		
Propriedades na Bahia	147,364	147,364		148,474	157,995	161,459	164,109	164,109	1.263,256	1.179,959	1.061,378	1.039,355	364,209	264,209	214,209	214,209	214,209	189,209		
Propriedade no Leme - Rio	57,000	57,000		57,000																
Propriedade na Rua Riachuelo , Rio							399,617	401,049												
Propriedade em Caes do Porto- Rio				148,292	148,292	148,292	148,292	148,292												
Propriedade em Baurú				18,220	143,284	143,350	163,497	169,977	351,603	707,584	754,954	754,954	724,696	509,696	500,000	500,000	500,000	500,000		
Propriedade em Xiririca				1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500		
Propriedade em Belo Horizonte																1.564,326	1.564,326	1.564,326		
Propriedade em Una																	3,500	3,500		
Propriedade em Cruz Machado																	11,139	11,138		
Propriedade em Recife									656,390	913,920	925,552	917,145	922,105	305,895	308,790	308,790	308,790	308,790		
Propriedade em Guajuvira										2,810										
Propriedade em União Victória - Paraná																	91,688	91,688		
Terreno em Botucatu	15,500	15,500		15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500							
Propriedades diversas (conta unificada em 1922)			2.358,975																	
Polytheama																				
Cassino																				
Novas Obras- Teatro em Construção																				
Novas Obras e benfeitorias																	1.224,515	466,372	469,651	146,702
Obras e instalações em andamento no Rio de Janeiro (1936)																	4.845,078	5.738,946	6.158,391	
Fábrica em Ribeirão Preto	1.450,000	1.452,750	1.578,864	2.498,943	2.735,363	2.815,238	2.889,747	3.049,856	3.804,673	4.262,060	4.444,660	4.504,140	4.547,184	4.503,864	2.439,012	2.439,012	2.470,676	2.470,676		
Filial Santos							1.185,314	1.909,302												
Bens móveis				8.889,901																
Bens móveis na Mooca	5.974,533	6.462,142	7.497,362		13.542,393	14.199,497	14.624,760	18.253,804	20.670,581	22.594,816	23.176,286	23.727,260	23.854,380	24.097,016						
Despesa de incorporação																				
Debentures em carteira																				
Inventário																				
Semoventes	87,705	116,232	148,612	183,53200	223,805	276,726	253,235	257,466	301,721	316,237	315,457	279,357	214,000	195,500	241,512	229,237	189,805	183,605	178,855	146,912
Frações de Ações	2,800	2,800	2,800	2,80000	2,800															
Ações	1.146,944	1.151,970	1.151,843	1.159,90800	4.718,728	4.686,965	4.760,266	7.077,545	7.191,981	7.360,290	7.249,029	7.353,552	6.307,407	6.295,282	2.807,089	1.710,629	1.734,310	1.778,028	1.640,574	1.602,355
Direitos e ações						1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,544	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541
Patrimônio a restaurar															1.107,043	1.107,043				
Ações da Companhia Vidraria Santa Marina																				
Valores (Em letras s/Londres)																				
Valores Cauccionados (Santos)									28,000	23,707	41,000	33,770	30,770	30,770	3,770					
Caução (1940)																				6.357,128
Ações caucionadas	30,000	30,000	50,000	50,00000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	40,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	60,000
Ativo Total	22.528,078	23.051,990	21.384,987	38.613,00700	36.403,218	38.607,760	41.369,322	48.405,774	55.381,012	61.268,448	62.501,108	64.047,954	62.395,829	62.481,773	62.373,472	64.150,907	48.131,044	49.169,470	50.233,469	58.559,462

	1891	1894	1899	1901	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1913	1914	1915	1917	1918	1919
Passivo Circulante																		
Letras a pagar	56,4450		920,1600		1340,9890	188,212												
Salários		7,6330											137,5180	116,8000	122,530	130,4180	97,69900	144,032
Salários, comissões e contas a pagar (unificado em 1935)																		
Contas a pagar													147,7070	131,0650	136,796	41,3870	70,66300	72,712
Contas Correntes (diversos credores nesta data)		210,6460		230,4920							1020,4760	918,4940				4556,2550	2.315,99200	2.273,975
Aluguéis a pagar																		
Juros e descontos	5,1240																	
Juros a pagar													35,0610			200,0000		
Cauções diversas														60,0000	60,000			
Bancos (Débitos nos diversos bancos da praça)																659,4850	797,05200	274,095
Vasilhames em consignação																		
Mercadorias em Consignação																		
Tubos e Barris em Consignações																		
Amortizações																		
Passivo Não Circulante																		
Obrigações a pagar						102,000	102,0000											
Diversas Contas																		
Dívida hipotecária		398,8920	272,7600		2427,4850	2.784,858	2784,8580	1800,0000	1800,0000	1200,000								
Saldo (saldo para o semestre seguinte) (1909)										622,750								
Emissão de debentures (debêntures)													6000,0000		6000,000	5000,0000	4.500,00000	4.000,000
Debêntures em circulação																		
Caixa Econômica Federal de São Paulo (1939)																		
The National City Bank of New-York (1915)															250,250			
Banca Francesa e Italiana c/ especial											1000,0000	1114,3350	610,3590					
Outros (campo exigível a longo prazo) (1940)																		
Juros de Debentures																		0,28000
Obrigacionistas (Juros sobre debêntures no período)																		
Créditos Diferidos																		
Comissões a pagar																		
Debentures sorteadas - a pagar														6000,0000				
Títulos a pagar						110,525		106,6610	127,9720				226,0360	263,4330	178,392	1199,5880	1.464,28100	1.569,410
Títulos em caução (Santos)																		
Gratificações ao Pessoal - a pagar			7,7500	57,3970	35,0000	37,969		46,2000			75,0000	100,5500	154,0000	150,0000	100,000			
Consignação									430,8120									
Caução da diretoria	12,0000	12,0000	12,0000	30,0000	30,0000	30,000	30,0000	30,0000	30,0000	30,000	30,0000	30,0000	30,0000	30,0000	30,000	30,0000	30,00000	30,000
Aceites a apagar												675,0000						
Acionistas (capital a restituir)																		
Dividendos a pagar	91,8820		457,5360	1021,2980	345,2170	343,813	342,8420	429,6960		433,381	640,2590	772,9660	643,1310	511,1340	385,232	8,7260	397,49300	526,170
Dividendos de outras Companhias																		
Endossos																		
Endossos para desconto																		
Endossos para caução (1938)																		
Imposto de dividendos a pagar	3,1690		11,2350	25,3750	8,5000	8,500	8,5000	10,6250	10,6250	10,625	15,9370	19,1250	15,9370	131,7500	19,125		19,12500	25,500
Impostos s/ bonus																		
Imposto de porcentagem																		
Bonus por ação																		
Contas garantidas por contrato																		
Garantias diversas																		
Porcentagem do diretor presidente (porcentagens)						12,051	12,0880	11,3330	12,8690	13,017	19,1250	22,9500	19,1250	15,3000	11,475		19,12500	33,150
Porcentagem creditada ao fabricante	4,1690																	
Regularizações de exercício																		
Valores diferidos (1937)																		

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935	1936	1937	1938	1939	1940		
Passivo Circulante																						
Letras a pagar																						
Salários	230,080	279,770	260,954	291,188	450,286						872,273	702,758										
Salários, comissões e contas a pagar (unificado em 1935)															1.008,834	891,585	1.007,884	1.362,946	1.495,709	2.005,474		
Contas a pagar	160,124	93,054	109,933	173,600	256,461																	
Contas Correntes (diversos credores nesta data)	3.315,668	2.722,815	2.523,423	4.703,588	13.062,041	8.268,175	9.763,735	14.923,330	10.406,408	16.844,545	17.478,038	15.372,596	12.689,844	13.752,999	9.702,607	10.724,639	19.704,295	18.772,793	22.345,077	12.999,834		
Aluguéis a pagar				6.350	9.450																	
Juros e descontos																						
Juros a pagar																						
Cauções diversas																						
Bancos (Débitos nos diversos bancos da praça)		96,725																				
Vasilhames em consignação		179,440	117,325	185,270	284,033																	
Mercadorias em consignação										2.831,337					2.984,970	1.354,836	2.486,667	2.551,216	2.963,030	2.390,250		
Tubos e Barris em Consignações	92,175																					
Amortizações							1.184,800															
Passivo Não Circulante																						
Obrigações a pagar																						
Diversas Contas			107,100			2.060,120	5.345,499	7.840,973	7.147,190	5.203,913	5.825,000	8.425,314	7.494,794	4.642,332								
Dívida hipotecária																						
Saldo (saldo para o semestre seguinte) (1909)																						
Emissão de debêntures (debêntures)	3.500,000	3.000,000										2.082,042	6.814,480	11.860,862	16.757,276		17.092,850	19.361,528	18.882,784	18.367,166	17.811,378	
Debêntures em circulação																				9.753,920	9.393,007	
Caixa Econômica Federal de São Paulo (1939)																						
The National City Bank of New-York (1915)																						
Banca Francesa e Italiana c/ especial																						
Outros (campo exigível a longo prazo) (1940)																						
Juros de Debentures																						
Obrigacionistas (Juros sobre debêntures no período)																	325,384	347,908	375,952	366,656	356,644	345,852
Créditos Diferidos																				237,616	36,152	
Comissões a pagar				44,152	95,169																	
Debentures sorteadas - a pagar																						
Títulos a pagar	1.548,106	931,393	758,059		3.669,580	5.601,219	1.716,190	1.973,488	418,193	2.062,435	5.809,753	9.583,991	4.101,977	3.046,057								
Títulos em caução (Santos)									28	23,702	41,000	33,770	30,770	3,770								
Gratificações ao Pessoal - a pagar	115,250	145,296		38,250	314,414			800,000		1.000,000	126,762	92,279	77,270	63,070	950,000	531,473						
Consignação																						
Caução da diretoria	30,000	30,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	40,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	60,000	60,000		
Ações a apagar																						
Acionistas (capital a restituir)																						
Dividendos a pagar	772,571	778,439	773,844	785,252	1.548,915	795,543	786,315	788,889	785,619	787,983	785,775	7,911	5,557	1.279,865	3.195,681	13,328	3.204,440	5.062,840	3.847,680	3.846,644		
Dividendos de outras Companhias						300,000	515,544															
Endossos										2.165,119	8.921,655	2.204,377	1.809,003	1.515,183	2.649,123	1.826,109	4.213,935	7.837,702				
Endossos para desconto															4.380,000	3.080,000	4.550,000	7.150,000	8.000,000	13.350,000		
Endossos para caução (1938)																						
Imposto de dividendos a pagar	39,206	38,250	112,837	41,437																		
Impostos s/ bonus		49,725																				
Imposto de porcentagem		3,984	8,389	3,595																		
Bonus por ação		828,750	1.021,534	6,055	1,159	1,085	638,585	767,125	1.021,843	1.023,145	2,395	1,218	1,218	0,910	0,910	0,910	0,910					
Contas garantidas por contrato									810,212	3.411,793	683,496	156,894	13.488,477	8.680,518	3.806,609	3.516,682	422,637	363,615	441,105	515,587		
Garantias diversas					20,000										710,000	579,093	611,093	2.808,228	1.995,093			
Porcentagem do diretor presidente (porcentagens)	38,250	79,687	160,650	68,850	168,300	84,150	196,350	214,200	249,900	249,900	91,800			172,125	318,750	318,750	318,750	382,500	459,000	573,750		
Porcentagem creditada ao fabricante																						
Regularizações de exercício																						
Valores diferidos (1937)															1.219,127	1.607,406		146,121	161,217			

