

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

TÍTULO: A EVOLUÇÃO DA FUNÇÃO FINANCEIRA

AUTORES

ANDRÉ TAUE SAITO

Universidade de São Paulo

andresaito@uol.com.br

JOSÉ ROBERTO FERREIRA SAVOIA

Universidade de São Paulo

jrsavoia@usp.br

RUBENS FAMÁ

Universidade de São Paulo

rfama@usp.br

Resumo

Esse artigo discute as mudanças do papel da função financeira, a partir da bibliografia sobre o tema. Ele se inicia pela análise dos clássicos sobre o assunto, e apresenta a evolução da teoria ao longo das últimas décadas. Há uma preocupação em relatar as implicações da ética no campo das finanças e, também, os impactos da responsabilidade social e ambiental no valor da empresa para o acionista. O texto aborda, ainda, as contribuições da Psicologia e da Neurociência para a evolução da literatura de Finanças.

Palavras-chave: Função financeira, evolução da literatura, maximização do valor da empresa.

Abstract

This paper deals with evolution of Finance literature. It analyzes the influences of ethics to the current concept of Finance, and corporate value maximization. There is a discussion about the role of social and environmental responsibility, and also the contribution of Psychology and Neuroscience applied to Finance.

Key-words: *Finance, evolution of Finance literature, corporate value maximization.*

A EVOLUÇÃO DA FUNÇÃO FINANCEIRA

1 Introdução

O objetivo do presente trabalho é discutir a mudança do papel da função financeira, cuja importância consiste no seu envolvimento direto com a maximização do valor da empresa para o acionista, e com o atendimento dos interesses dos demais *stakeholders*, buscando-se um equilíbrio nas relações existentes entre a empresa e esses agentes.

Realizar uma discussão dessa natureza requer cuidado, caso não se considere que os conceitos predominantes atualmente são resultados do acúmulo de conhecimentos e de experiências anteriores.

Por isso, há necessidade de se revisar o “estado da arte” e, para isso, de acordo com Brennan (1995), é recomendável reconhecer a influência das limitações dos paradigmas de cada época. Enfim, entende-se que o papel da função financeira evolui e é relacionado aos fatos históricos. Para que isso seja compreendido melhor, Weston (1975) aponta a aceitação de três pressupostos:

- O primeiro afirma que a evolução “[...] do pensamento econômico reflete os problemas prementes existentes em cada época” (*op. cit.*, p. 37). Analogamente, essa concepção pode ser adotada no estudo da função financeira, na medida em que novas soluções são desenvolvidas, em resposta às dificuldades do cotidiano;
- O segundo destaca que os “[...] avanços em Finanças relacionam-se ao desenvolvimento de teorias e instrumentos em campos correlacionados” (*op. cit.*, p. 37), de forma que o acúmulo de conhecimentos e técnicas em áreas correlatas é um fator de grande importância para a inovação da função financeira;
- O terceiro menciona que no desenvolvimento da Teoria Financeira, “[...] a constante transformação sofrida pelas circunstâncias econômicas e administrativas possibilitou dar-se pouca atenção a certos aspectos de seu conteúdo em umas épocas, e levá-los na devida consideração em outras” (*op. cit.*, p. 38).

Desse modo, abre-se o trabalho com uma revisão bibliográfica da evolução da função financeira, do início do século XX até o início do século XXI, relacionando-a com os fatos históricos que caracterizaram cada período.

A seguir, se desenvolve uma discussão sobre a mudança de seu papel, incluindo as influências do debate ético.

E, finalmente, se apresentam as considerações finais, mencionando algumas tendências do estudo em Finanças, no que se refere à mensuração dos impactos da responsabilidade social e

ambiental no valor da empresa para o acionista, e à inclusão de conceitos da Psicologia Humana e da Neurociência em Finanças.

2 Evolução da função financeira

Inicialmente, por meio desse tópico pretende-se realizar uma revisão bibliográfica da evolução da função financeira, do início do século XX até o início do século XXI, relacionando-a com os acontecimentos históricos de cada época.

Essa seção se baseia nos trabalhos de Archer e D' Ambrosio (1969), Weston (1975), Famá e Galdão (1996), e Smith (1984). Contribuições de outros autores são mencionados ao longo do texto, de forma oportuna. O Quadro 1, demonstrado abaixo, resume o que é discorrido na presente seção.

Quadro 1: Resumo da Evolução da Função Financeira

Abordagem		Período	Fatos Históricos	Influência para o Conteúdo de Finanças	
Archer e D'Ambrosio	Smith				
Tradicional	Normativa	Início do século XX	Movimento de consolidação das empresas	Destaque para a estrutura de capital e os principais episódios financeiros	
		Década de 1920 – Década de 1960	Expansão de novas indústrias	Preocupação com a estrutura financeira	
			Processo de fusões	Considerações sobre a liquidez	
			Recessão econômica e falências (Crise de 1929)	Importância da solvência/liquidez e recuperação financeira das empresas	
Administrativa	Positiva	Década de 1920 – Década de 1960	Segunda Guerra Mundial	Relevância do financiamento	
			Temor de recessão pós-guerra	Ênfase no fluxo de caixa	
Econômica		Década de 1920 – Década de 1960	Desenvolvimento tecnológico (computação)	Modigliani e Miller (1958) e a irrelevância da estrutura de capital	
			Crescimento do comércio internacional	Análise do custo de capital para determinar obstáculos ao investimento	
		Década de 1970	Compreensão das características da economia internacional		
			Desenvolvimento tecnológico (computação)	Interesse nas teorias de Markowitz, de Tobin e de Sharpe, bem como na eficiência dos mercados	
		Década de 1980	Rompimento do Acordo de Bretton Woods	Utilização do CAPM e dos conceitos de risco sistemático e não-sistemático	
			Crise na Bolsa de Valores nos Estados Unidos (1974)		
Década de 1990 – Início do século XXI		Década de 1980	Choque do Petróleo e crise inflacionária nos Estados Unidos	Interesse maior pela Fórmula de Black & Scholes para o cálculo do valor de uma opção	
			Desintermediação financeira	Desenvolvimento de estratégias complexas de derivativos para limitar o risco	
		Década de 1990 – Início do século XXI	Moratória dos países em desenvolvimento e crise no setor financeiro	Acordo da Basileia (1988)	Importância maior das estratégias de <i>hedging</i> por meio de opções e mercado futuro. Gestão de riscos se destaca
			Desenvolvimento tecnológico (computação)	Globalização da Economia e intensificação do volume das transações financeiras	Preocupação pela redução do risco sistêmico e foco na mitigação do risco de liquidação e de crédito dos sistemas de pagamento
		Interdependência maior entre as economias	Atenção maior na criação de valor		
		O <i>Bank for International Settlements</i> (BIS), criou o <i>Committee on Payment and Settlement Systems</i> (CPSS)	Maior importância da Governança Corporativa e da transparência das informações		
		Reformulação do Acordo da Basileia (1998)			

Econômica e Comportamental (*)			Casos <i>Mettalgesellschaft, Barings Bank e Long Term Capital Management</i> Escândalos contábeis nos Estados Unidos (Exemplo: Caso <i>Enron, Tyco, WordCom</i>)	Incremento da preocupação com responsabilidade social e ambiental, importante no relacionamento com os demais <i>stakeholders</i> Discussão da Ética Empresarial em Finanças Finanças Comportamentais ganha mais destaque
--------------------------------	--	--	--	---

Fonte: adaptado com base nos trabalhos de Archer e D' Ambrosio (1969); Weston (1975); Famá e Galdão (1996); Smith (1984); Duarte Jr. (2003); e Garcia (2003). (*) Essa abordagem não é mencionada por Archer e D' Ambrosio (1969), sendo caracterizada pelos autores do presente trabalho.

2.1 O início do século XX

Para Archer e D' Ambrosio (1969), nesse período, as obras de Finanças foram caracterizadas pela abordagem tradicional, focando-se nos “[...] principais acontecimentos da vida financeira das empresas, ao invés dos problemas administrativos rotineiros” (*op. cit.*, p. 20).

De qualquer maneira, houve um desenvolvimento da função financeira nessa fase, de forma que Weston (1975) considera o início do século XX, como o marco do princípio do estudo sistemático em Finanças, ocorrido em decorrência do processo de consolidação das empresas e do crescimento do mercado interno norte-americano, ambos resultados da construção das grandes redes ferroviárias, realizada no final da década de 1880. E, diante do surgimento de grupos industriais demandantes de recursos financeiros para financiar as suas operações, Weston (1975) afirma que os gestores passaram a enfrentar problemas na estrutura de capital das empresas.

Além disso, menciona a relevância do estudo de Dewing (1914, *apud* WESTON, 1975) relativo ao processo de financiamento e à definição da estrutura de capital, intitulado *Corporate Promotions and Reorganizations*, no qual se constatou a forte relação entre o desequilíbrio da estrutura de capital das empresas e suas respectivas falências, de modo que a insuficiente geração de lucros, não lhes permitiu honrar o crescente pagamento de dividendos e de juros provenientes de dívidas. Diante disso, esse autor concluiu ser o foco do administrador financeiro, em ambiente de crise econômica, a proteção da empresa contra a falência e a promoção de sua reorganização.

2.2 Da década de 1920 à década de 1960

De acordo com Weston (1975), a década de 1920 foi caracterizada pelos seguintes fatos: a expansão de novas indústrias, e o processo de fusões das empresas para completar as linhas de comercialização. Embora fosse um período de apuração de grandes margens de lucro, a flutuação dos preços dos produtos e a escassez de recursos financeiros se constituíam em motivos de preocupação (WESTON, 1975). Isso reforçou a importância da estrutura financeira da empresa, dos estudos referentes à liquidez das empresas e das técnicas de elaboração de orçamentos (WESTON, 1975).

A década de 1930 foi marcada pela profunda recessão econômica decorrente da Crise de 1929. Estudos sobre solvência, liquidez e recuperação financeira das empresas se destacaram (WESTON, 1975).

Na década de 1940, houve a Segunda Guerra Mundial e a função financeira deu ênfase na obtenção de recursos para financiar a produção de bens adequados ao período de guerra e ao pós-guerra (WESTON, 1975).

Nesse sentido, observa-se a predominância da abordagem tradicional até o final da Segunda Guerra Mundial, na medida em que há o interesse pelos assuntos referentes à estrutura de capital e ao processo de financiamento (ARCHER & D' AMBROSIO, 1969).

No início da década de 1950, ocorreu uma rápida expansão econômica. Porém, existia um receio devido à possibilidade de uma recessão econômica no pós-guerra e, diante do

crescimento dos custos de mão-de-obra e das dificuldades de captação de recursos, houve uma maior relevância dos orçamentos de caixa, bem como dos controles administrativos internos: contas a receber, contas a pagar e estoques (WESTON, 1975).

No pós-guerra, houve uma mudança de foco do estudo de Finanças, que passou a se caracterizar pela predominância das rotinas internas e pela preocupação com a estrutura organizacional, sendo definido por Archer e D' Ambrosio (1969) como abordagem administrativa.

Segundo Weston (1975), no período compreendido entre o final da década de 1950 e o início da década de 1960, a rentabilidade das empresas consolidadas começou a reduzir. O crescimento do preço de mercado das ações de novas indústrias e de novos segmentos implicou na escassez de recursos para as empresas tradicionais, de forma que o estudo do custo de capital, para se visualizar os limites adequados para os investimentos, ganhou importância. E, na busca por novos mercados, houve o processo de internacionalização das empresas em um momento de grande desenvolvimento tecnológico. Diante disso, tornou-se necessária uma maior compreensão das características da economia internacional (WESTON, 1975).

Assim, segundo Archer e D' Ambrosio (1969), uma nova abordagem da função financeira ganhou relevância com a utilização da Teoria Econômica, sendo que, embora o maior impulso tenha sido dado por Keynes, o sentido mais prático dos conceitos econômicos teve seu início após o princípio da década de 1950.

Ressalta-se que, na opinião de Smith (1984), o estudo da função financeira permaneceu estagnado até a década de 1950, sendo que, nesse período, a teoria de Finanças era inconsistente e normativa, concentrando-se na definição de melhores políticas de investimento, de financiamento e de dividendos, não havendo ênfase nos efeitos destas sobre o valor da empresa. Esse autor considera que, somente após a década de 1950, verificou-se uma mudança no foco da literatura financeira para uma abordagem positiva, ao se procurar compreender as conseqüências das decisões financeiras, ou seja, das políticas de investimento, de financiamento e de dividendos, no comportamento do fluxo de caixa das empresas, no seu nível de risco e no seu valor.

2.3 Finanças Modernas

A partir da década de 1950, houve o surgimento de duas correntes que são as bases das Finanças Modernas. Uma foi inaugurada por Modigliani e Miller (1958), sendo denominada de Finanças Corporativas, e a outra, que foca os estudos de portfólio e de risco e retorno, foi iniciada por Markowitz (1952), tendo como seguidores os autores como Tobin (1952) e Sharpe (1964), mas a sua importância foi reconhecida somente a partir da década de 1970.

2.3.1 Finanças Corporativas e a contribuição de Modigliani e Miller

No final da década de 1950, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram a concepção de que o valor da empresa independe de sua estrutura de capital e, dado esse caráter inovador, Chew (s.d.) os aponta como os fundadores das Finanças Modernas.

De fato, Modigliani e Miller (1958) apresentaram uma nova corrente em relação a esse assunto, que era caracterizado pela polarização de dois pensamentos: um defendia a idéia de que a distribuição de dividendos maximizava o valor da empresa para o acionista e o outro entendia que essa distribuição impossibilitava a empresa de investir em projetos rentáveis, impedindo a maximização de seu valor.

Embora os pressupostos que embasaram a proposição de Modigliani e Miller (1958), como a ausência de impostos, não possam ser ratificados integralmente no mundo real, permitem que sejam estudados os fatores capazes de afetar na definição de uma adequada estrutura de capital da empresa (AMARO DE MATOS, 2001).

2.3.2 A Teoria de Portfólios de Markowitz

Markowitz, por sua vez, apresentou em *The Journal of Finance*, em 1952, o artigo *Portfolio Selection*, o qual difundiu a noção de que um investidor deve formar um portfólio com base em seu retorno esperado (desejável) e na variância dos retornos (indesejável), de modo a maximizar o primeiro e minimizar o último, por meio da diversificação de ativos com reduzido nível de covariância.

Markowitz (1952) rejeitou a idéia de que os investidores devam formar o seu portfólio, embasados somente no maior retorno esperado, pois a adoção desse critério pode implicar na possibilidade de que dois ativos de retornos similares possam ser alocados na carteira de investimentos, sem que seja analisada a sua contribuição para o risco. De forma complementar, explicou que um portfólio com o máximo retorno esperado não é necessariamente o que tem o menor risco, e destacou que uma carteira diversificada ingenuamente, sem relevar o relacionamento existente entre os ativos (ações) e considerando somente a quantidade de ativos, não mitiga, obrigatoriamente, os riscos.

Para Markowitz (1952), embora a diversificação permita reduzir o risco dos portfólios, esse processo não resulta na eliminação de toda a variância de um portfólio, ou seja, a diversificação não acarreta na extinção de todo o risco de uma carteira de investimento. Pode-se dizer que Markowitz (1952) colaborou, de forma implícita, para a compreensão dos conceitos de risco sistêmico (não-diversificável) e de risco não-sistêmico (diversificável), explorados posteriormente por Sharpe (1964), explicitamente.

O modelo de Markowitz (1952), portanto, foi importante, pois permitiu a propagação do entendimento de que a diversificação, por meio de ativos com reduzido nível de relacionamento (covariância), consiste em um importante processo para a mitigação da variância da carteira em relação ao seu retorno esperado (risco).

No desenvolvimento de seu artigo, Markowitz (1952) explicou que a combinação de todos os ativos com risco permite que, de um conjunto de todos os portfólios possíveis, seja factível identificar aqueles que possuem um maior nível de retorno, para um determinado grau de risco, o que foi denominado de Fronteira Eficiente.

2.3.3 O Teorema de Separação de Tobin

Tobin (1952) colaborou para a ampliação das concepções apresentadas por Markowitz (1952). Partindo da Teoria Keynesiana, Tobin (1952) argumentou que os investidores optam por situações que se encontram entre um estado de total liquidez e um ponto em que há o investimento total em ativos de risco.

Em seu trabalho, Tobin (1952) apresentou que os investidores possuem uma preferência por liquidez, em decorrência de dois aspectos, sendo um relacionado à inelasticidade dos indivíduos quanto à taxa de juros esperada e o outro, à incerteza sobre o futuro das taxas de juros. Em outras palavras, pode-se dizer que os investidores são inclinados a evitar o risco de perda da riqueza de seu capital por consequência das oscilações imprevisíveis dos preços dos ativos (risco de mercado).

Além disso, Tobin (1952) desenvolveu a percepção de que o investidor toma as suas decisões combinando um ativo livre de risco com o portfólio situado na Fronteira Eficiente, elaborado por Markowitz (1952), resultando no Teorema da Separação, o qual afirma que as duas decisões de investimento realizadas pelos indivíduos são independentes e separadas. Essas decisões consistem em:

- Determinação do portfólio de ativos de risco mais eficiente;
- Definição da proporção de recursos a ser alocada em ativos livres de risco e em ativos de risco.

Esse Teorema da Separação foi a maior contribuição de Tobin (1952), e por meio dele demonstrou que o portfólio com ativos de risco mais eficiente independe das preferências individuais em relação ao risco, de modo que a diferenciação entre um investidor, com maior ou menor tolerância ao risco, é a proporção de ativos livre de risco que mantém em sua carteira (DIMSON & MUSSAVIAN, 1999; FAMÁ & GALDÃO, 1996; ELTON & GRUBER, 1997).

2.3.4 Sharpe e o CAPM

No que se refere a Sharpe, destaca-se a elaboração do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), em que, ao simplificar o modelo de Markowitz, permitiu visualizar que o risco total do ativo é composto pelo risco sistêmico e pelo risco não-sistêmico (ou diversificável), ampliando a compreensão sobre este assunto.

O entendimento de que o risco sistemático afeta os ativos foi de extrema importância, pois, como explica Assaf Neto (2003), se configura em um risco de maior relevância, uma vez que o investidor não pode mitigá-lo por meio da estratégia de diversificação de ativos.

Sharpe (1964) esclareceu que, diante de uma mesma taxa de juros livre de risco, para captações ou para investimentos, há um ponto na Fronteira Eficiente de Markowitz, no qual está situado um portfólio que todos os investidores manterão independentemente de seu perfil de risco.

O CAPM explica que o portfólio supereficiente a ser obtido pela combinação entre um ativo livre de risco e ativos com risco se situa no mesmo ponto em que a Linha do Mercado de Capitais (LMC) tangencia a Fronteira Eficiente de Markowitz. A LMC representa um conjunto de combinações entre o ativo livre de risco e os ativos com risco, o qual todos os investidores irão considerar (expectativas homogêneas), e o ponto de encontro entre a LMC e a Fronteira Eficiente de Markowitz é denominado de Equilíbrio de Mercado. Nesse sentido, Sharpe (1964) concluiu que o portfólio supereficiente é o próprio mercado e, segundo ele, os investidores não poderiam manter retornos superiores ao portfólio do mercado de forma consistente, pois o mercado se comporta para atingir o seu estágio de equilíbrio, considerando-se a premissa de todos os investidores estarem sujeitos a uma mesma taxa de juros livre de risco, tanto no âmbito da captação, como no do empréstimo.

Ressalta-se que o CAPM introduziu o conceito de beta, que mensura o nível de relação (covariância) existente entre o retorno de um ativo e o mercado, e se configura no risco sistêmico (não diversificável) do ativo, representando a sua contribuição para o risco de uma carteira diversificada. Portanto, menciona de forma explícita o conceito de risco sistêmico, diferentemente de Markowitz (1952).

Por fim, vale comentar que outros modelos mais robustos que o CAPM foram desenvolvidos e também ganharam relevância, como a *Arbitrage Pricing Theory* (APT), formulada em 1976 por Ross que oferece uma alternativa ao modelo CAPM, relacionando uma quantidade “k” de fatores ao retorno do ativo, além do beta (COPELAND, WESTON & SHASTRI, 2005).

2.4 A década de 1970

Foi caracterizada pela recessão econômica mundial, provocada pelo esgotamento do modelo de crescimento adotado no pós-guerra.

Diante da grave situação da economia norte-americana, houve o rompimento do Acordo de Bretton Woods, o que não impediu que a pressão inflacionária interna provocasse reflexos no âmbito internacional.

Para agravar, o cenário econômico mundial enfrentou a crise do petróleo, em 1973 e em 1979, com um expressivo aumento nas cotações do barril do petróleo, pois os países membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) reduziram o nível de sua produção. Paralelamente, cabe destacar que a Bolsa de Nova York entrou em crise em 1974, ampliando ainda mais o ambiente de risco e de incertezas.

Diante desse panorama, houve a retomada dos modelos quantitativos criados antes da década de 1970 por Markowitz, Tobin e Sharpe (FAMÁ & GALDÃO, 1996), facilitada, inclusive, pela sua praticidade (principalmente no caso do CAPM) e pelo desenvolvimento tecnológico (computacional), o qual possibilitou o processamento de uma gama extensa de dados econômico-financeiros.

Em 1970, a teoria de Eficiência dos Mercados ganhou relevância com Eugene Fama, sendo essa uma das mais importantes contribuições à teoria de Finanças desenvolvidas nesse período. Ela explica que, em mercados eficientes, os preços dos ativos financeiros refletem o conjunto de informações relevantes e disponíveis (FAMÁ & GALDÃO, 1996).

2.5 A década de 1980

Nesse período, o crescimento da economia norte-americana foi caracterizado pela manutenção de déficits orçamentários, importação generalizada de produtos europeus e japoneses, e adoção de uma política monetária restritiva.

Isso provocou o aumento das taxas de juros internacionais, fato que, aliado à redução do preço das *commodities*, fez com que os países em desenvolvimento tivessem dificuldades para honrar os empréstimos adquiridos na década de 1970, quando a excessiva liquidez no sistema financeiro mundial, oriunda dos excedentes dos países exportadores de petróleo, incentivou os bancos internacionais a concederem expressivos financiamentos aos projetos de investimentos dos países em desenvolvimento.

Esse período foi marcado pela moratória dos países em desenvolvimento, inclusive a do Brasil, ocorrida em 1987 (FAUSTO, 2006). Paralelamente, os países exportadores de petróleo procuraram resgatar os seus investimentos, e os bancos internacionais ficaram em uma situação desconfortável.

Desse modo, o mercado iniciou um processo de desintermediação financeira, e a securitização foi um importante instrumento para transformar dívidas de difícil negociação, em ativos financeiros atrativos para o mercado de capitais. (FAMÁ & GALDÃO, 1996).

Nesse contexto, o estudo de risco ganhou mais relevância e os trabalhos envolvendo os mercados futuro e de opções se destacaram.

Merton (1997) menciona que, na década de 1980, a utilização de modelos matemáticos expandiu-se ainda mais, sendo empregados por bancos comerciais e de investimentos, bem como por investidores institucionais. Entende que o modelo de precificação de Black e Sholes, apresentado em *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, em 1973, foi o que teve maior influência na época.

Famá e Galdão (1996) explicam que, nesse trabalho, foi desenvolvida uma fórmula para se avaliar as opções de compra, demonstrando que o seu valor é influenciado pelo preço de exercício, pelo tempo até a data de exercício, pelo preço *spot*, pela taxa de juros livre de risco, e pela variância do preço da ação.

Nessa década, foram desenvolvidas novas e complexas estratégias de mitigação de riscos, por meio de derivativos. E, além disso, ressalta-se a importância do Comitê da Basileia que, em 1988, produziu o Acordo da Basileia que estabeleceu uma estrutura de cálculo de capital regulamentar mínimo para as instituições financeiras, o qual se tornou referência para a supervisão bancária (GARCIA, 2003).

2.6 Da década de 1990 até o início do século XXI

Na década de 1990, o processo de globalização se intensificou, ocorrendo o incremento do fluxo internacional de capitais, de produtos e de serviços.

Franco (1996) considera que o “[...] processo de globalização nos leva a identificá-lo com o crescimento dos fluxos de comércio de bens e serviços e do investimento internacional em níveis consistentemente superiores aos do crescimento da produção” (*op. cit.*, p. 3).

Por isso, a intensificação do fluxo internacional de capitais, de produtos e de serviços levou a uma interdependência maior entre as economias dos países, implicando no incremento da possibilidade de que um eventual colapso econômico de um determinado país resulte no contágio dos demais.

Diante desses aspectos, se ampliou a preocupação com os riscos e a utilização de estratégias de *hedging*, por meio de opções e do mercado futuro, adquiriu maior destaque.

Houve, ainda, a difusão do conceito de *value at risk* (VAR), a partir de 1993, pelos países do G-30 (JORION, 2003), preocupados em “[...] discutir princípios ótimos de administração de risco” (*op. cit.*, p. 20).

“O VAR sintetiza a maior (ou pior) perda esperada dentro de determinados períodos de tempo e intervalo de confiança” (*op. cit.*, p. 19).

No que tange à mitigação do risco sistemático, o setor financeiro deu ênfase aos estudos referentes aos sistemas de pagamentos. O *Bank for International Settlements* (BIS) criou, em 1990, o *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), no qual participam os bancos centrais dos países do chamado G-10. O seu foco é direcionado à realização de estudos e de recomendações referentes à mitigação, principalmente, dos riscos de liquidação e de crédito que caracterizam as estruturas dos sistemas de pagamentos. De forma complementar, ressalta-se que esse comitê vem ampliando o seu papel, atuando nos países em desenvolvimento (BIS, 2005).

Em 1998, o Comitê da Basileia reformulou o Acordo de 1988, aperfeiçoando o cálculo do capital regulamentar mínimo e incluindo aspectos ligados à disciplina do mercado e sua transparência, bem como a explicitação do papel da supervisão bancária e das instituições financeira, quanto ao estabelecimento dos níveis mínimos de capital (GARCIA, 2003).

Portanto, como afirmam Famá e Galdão (1996), o processo de globalização dos mercados levou a uma preocupação maior com a gestão de riscos, na década de 1990, influenciada, inclusive, pelos casos mencionados abaixo por Duarte Jr. (2003), e que demonstram a necessidade de se gerir os riscos corporativos:

- *Mettalgesellschaft*: conglomerado alemão, cuja subsidiária adotou uma estratégia errônea de *hedge*, por meio de contratos futuros de petróleo de curto prazo, para proteger os contratos de venda de longo prazo;
- *Barings Bank*: banco britânico que entrou em colapso, em decorrência da estratégia equivocada de um de seus principais executivos que operava sem respaldo de controles operacionais;
- *Long Term Capital Management*: fundo de *hedge* norte-americano que não oferecia transparência para os investidores, não era obrigado a oferecer garantias nas linhas de crédito que possuía, e que operava fortemente alavancado, sem o amparo de sistemas computacionais de gestão de risco de mercado, embora tivesse entre seus administradores, os acadêmicos Robert Merton e Myron Scholes.

Quanto à década de 1990, além da importância da administração de riscos, Famá e Galdão (1996) mencionam que novas técnicas de custeio (como o *Activity Based Cost*) foram importantes no momento de reestruturação pela qual passaram as empresas e explicam que o

processo de mensuração de criação de valor para o acionista tornou-se mais relevante, sendo formulado o conceito de *Economic Value Added* (EVA[®]).

No início do século XXI, ocorreram escândalos contábeis nos Estados Unidos, envolvendo empresas reconhecidas, como *Enron*, *WorldCom*, *Xerox*, *Tyco*, *Arthur Andersen* e *Merck*, tornando evidente a existência de severos conflitos de interesse nas organizações e a necessidade de se ampliar os mecanismos de controle.

Diante disso, a concepção de Governança Corporativa e de maior transparência nas relações entre gestores e acionistas ganharam destaque. Paralelamente, em meados de 2002, foi aprovada pelo congresso norte-americano a lei *Sarbanes Oxley* (SOX), com a finalidade de oferecer maior proteção aos investidores.

Na relação entre empresa e demais *stakeholders*, discussões sobre a ética empresarial e transparência também se tornaram frequentes. Temas relacionados à Governança Corporativa, e à responsabilidade social e ambiental influenciaram a função financeira. A teoria de *stakeholders* foi ressaltada, favorecendo a expansão do *Balanced Scorecard* (BSC), desenvolvido por Kaplan e Norton em 1990 (KAPLAN & NORTON, 1997), e por meio do qual as empresas podem alinhar a sua estratégia com medidas de desempenho sob a perspectiva financeira, do cliente, dos processos internos, e de aprendizagem e crescimento, possibilitando o atendimento da demanda dos acionistas e dos demais *stakeholders*.

A partir da década de 1990 começaram a ganhar destaque as correntes que discutem a validade do CAPM e da Hipótese de Eficiência do Mercado. Trabalhos como os de Fama e French (1992), questionando o modelo de Sharpe, e de Haugen (1995), criticando a noção de que os mercados são eficientes, são exemplos de idéias que estão provocando debates no meio acadêmico. Destaca-se que as críticas ao CAPM já ocorriam desde a década de 1970, sendo que Roll (1977, *apud* COPELAND, WESTON & SHASTRI, 2005) o questionou, mas não o considerou inválido. Ressaltou que, pelo fato do portfólio de mercado não ser observável na prática, os resultados dos testes empíricos devem ser analisados com ponderações.

Adicionalmente, vêm ganhando relevância os estudos que procuram relacionar o comportamento humano com os conceitos econômicos, de forma a entender a influência do fator humano nas decisões financeiras, formando, assim, um novo ramo de pesquisa conhecido como Finanças Comportamentais, fundado por Richard Thaler. Para ilustrar a relevância desse assunto, cabe mencionar que Daniel Kahneman foi premiado com o Nobel de Economia em 2002, pela sua contribuição para a ciência econômica, com a inclusão de conceitos da psicologia na compreensão das decisões dos indivíduos em condições de incerteza.

2.7 Comentários sobre o Brasil

No Brasil, de acordo com Nicolini (2000), o ensino de administração de empresas é, relativamente, recente e marcado pela transferência de tecnologia desenvolvida nos Estados Unidos.

Nesse contexto, o desenvolvimento da função financeira no Brasil é determinado pela forte influência do conhecimento gerado no exterior, em específico, dos modelos norte-americanos, como se observa na literatura. Em Famá e Krauter (2005), nota-se que, praticamente, não há impacto relevante dos fatos brasileiros na evolução da teoria financeira, e Lima e Matias (2003) avaliam que a literatura financeira no Brasil é focada nos acontecimentos econômicos, como a inflação e a troca de moeda, por exemplo, e entendem que os livros de finanças tiveram de se adaptar às novas situações do mercado brasileiro.

Em outras palavras, pode-se dizer que a função financeira no Brasil depende dos modelos e práticas desenvolvidos no exterior, os quais, por sua vez, são aplicados e adequados à realidade brasileira. Se fatos nacionais tiveram pouco impacto no desenvolvimento da teoria e

da prática financeira, por outro lado, acontecimentos oriundos do exterior provocaram reflexos internos, como:

- A lei SOX provocou impactos para as empresas brasileiras que lançaram ações no mercado de capital norte-americano, pois tiveram de se adaptar as suas exigências. Além disso, as empresas brasileiras que ainda não lançaram ações no mercado norte-americano estão procurando se adaptar a essa lei, almejando a um maior diferencial no mercado de capitais;
- Na relação entre empresa e demais *stakeholders*, discussões sobre a ética empresarial e transparência também se tornaram freqüentes. Balanços Sociais passaram a ser divulgados, sendo que, no Brasil, podem ser destacados os modelos propostos pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Ambientais (IBASE), pela *Global Reporting Initiative* (GRI) e pelo Instituto Ethos (SCHARF, 2004);
- No que se refere à redução do risco sistêmico, o Banco Central do Brasil (BACEN) promoveu a reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), em 2002. Foi observado o aumento da liquidez do setor financeiro nacional, minimizando os riscos de crédito e de liquidação.

3 Discussão sobre a mudança de concepções da função financeira

Feita uma apresentação de como a evolução da função financeira ocorreu, pretende-se discorrer sobre as mudanças que aconteceram ao longo do tempo, e apresentar uma definição sobre o seu papel, no presente tópico.

Se, inicialmente, era caracterizada pela ênfase nos principais fatos da vida financeira de uma empresa e a sua finalidade era a de protegê-la, em um ambiente de crise, de uma eventual falência ou de uma fase de reestruturação, por meio de corretas políticas de financiamento e de estrutura de capital, com o decorrer do tempo conceitos relativos à estrutura organizacional da empresa e à Teoria Econômica foram incluídos na concepção do papel da função financeira.

O uso de modelos matemáticos mais complexos se intensificou diante da necessidade de subsidiar os gestores na análise de uma gama crescente de informações, provenientes de um ambiente de maior nível de incerteza e de riscos, sobretudo, em decorrência do avanço do processo de globalização. Aliás, os conceitos de risco e de retorno vêm ganhando destaque na definição das estratégias financeiras, sendo importante ressaltar a diferenciação feita pelo CAPM sobre o conceito de risco sistemático e não-sistemático. O primeiro pode ser reduzido por investimentos em ativos diversificados e com fraca correlação, e, ao último, pode ser enfatizado o fato de que os bancos centrais vêm procurando mitigá-lo com reformas nos sistemas de pagamentos.

Uma crescente preocupação com os riscos levou ao desenvolvimento de estratégias complexas de *hedging*, por meio de opções e do mercado futuro.

Houve também um destaque na gestão de risco em bancos e instituições financeiras: em 1998, o Comitê da Basileia reformulou o Acordo de 1988, ao aperfeiçoar o cálculo do capital regulamentar mínimo, além de incluir aspectos relacionados à disciplina do mercado e sua transparência, e explicitar o papel da supervisão bancária e das instituições financeiras, quanto ao estabelecimento dos níveis mínimos de capital (GARCIA, 2003).

Casos mencionados por Duarte Jr. (2003), como o *Mettalgesellschaft*, o *Barings Bank* e o *Long Term Capital Management*, demonstraram a importância de se gerir riscos corporativos, nas instituições financeiras.

De forma complementar, o controle dos orçamentos de resultado e de caixa, o entendimento da influência das políticas de investimento, de financiamento e de dividendos sobre o valor da

empresa, e o questionamento da ética e da transparência das relações das empresas com seus acionistas e demais *stakeholders* foram acrescentados.

No que diz respeito à transparência e às discussões éticas, destaca-se que são itens cada vez mais frequentes no relacionamento entre as empresas, seus acionistas e demais *stakeholders*, tendo-se em vista o objetivo desses grupos de protegerem seus interesses. Por isso, assuntos envolvendo Governança Corporativa e responsabilidade social e ambiental vêm se sobressaindo.

De acordo com a Organização para Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), os princípios para a adequada prática de Governança Corporativa devem promover a transparência das informações e a defesa dos interesses dos acionistas (inclusive dos minoritários), bem como dos demais *stakeholders*, além de definir claramente a responsabilidade dos conselhos de administração (OCDE, 2004).

Nesse contexto, percebe-se que a pressão social, inclusive de grupos organizados, pela maior transparência das informações e pela implantação de mecanismos de defesa de interesses dos acionistas e demais *stakeholders* vem se intensificando.

Para a função financeira, isso se configura em um desafio, pois implica na adoção de políticas de natureza social e ambiental, cujos impactos no valor da empresa são de difícil mensuração. Ressalta-se que a responsabilidade social e ambiental, que é resposta às exigências dos demais *stakeholders*, gera confusão quanto ao papel da função financeira, surgindo a seguinte pergunta: a empresa deve maximizar o valor para os acionistas ou para todos os *stakeholders*? De acordo com Jensen (2001), a função financeira, ao adotar a abordagem de maximizar o valor da empresa para os acionistas e para os demais *stakeholders*, se utilizando de métodos como o *Balanced Scorecard* (ou conceitos similares), pode provocar, na realidade, uma destruição do valor da empresa, pois não é possível atender integralmente a grupos heterogêneos, cujos interesses podem ser divergentes e excludentes. Critica que essa concepção, na medida em que não permite uma visualização clara do quanto cada decisão pode afetar o valor da empresa, abre espaço para os gestores tomarem decisões com base nas preferências pessoais ou para evitar pressões dos grupos de interesses, sem que isso implique em algo favorável para o valor da empresa. Percebe-se, portanto, o conflito de agência que pode ocorrer.

Por outro lado, Jensen (2001) relewa que a função financeira tem que satisfazer aos demais *stakeholders* porque são importantes para a empresa, mas se respeitando o objetivo principal da maximização do valor da empresa para o acionista. Em outras palavras, defende que uma determinada política que satisfaça às necessidades dos demais *stakeholders* somente pode ser adotada, caso agregue valor para o acionista.

Em suma, a função financeira deve maximizar o valor da empresa para o acionista. Isso é mais condizente com a lógica do capitalismo, fundamentado na existência do capital de risco em um ambiente competitivo.

Nesse sentido, pelo fato dos acionistas serem os agentes que investem e incorrem em riscos maiores, pois seus direitos são subordinados aos dos demais *stakeholders*, o papel da função financeira é o de maximizar o valor da empresa para os acionistas. Caso isso não ocorra, não haverá estímulo para novos investimentos e, conseqüentemente, não serão gerados riqueza e empregos, por exemplo. Ou seja, a empresa não poderá atender às necessidades dos demais *stakeholders*.

Diante disso, observa-se que o papel da função financeira está inserido em um ambiente marcado pelo conflito entre a moral da integridade e a moral da parceria. A primeira é caracterizada exclusivamente pelo “[...] comportamento considerado decente e virtuoso” (SROUR, 2003, p. 257) aceito como correto pela moral oficial e a segunda se orienta pelo impacto que as decisões e ações terão sobre a empresa, bem como pelo fortalecimento de

laços mutuamente vantajosos, entre empresa e *stakeholders*, de forma a tornar o negócio perene (SROUR, 2003).

Para ilustrar a existência desse conflito no Brasil, pode ser mencionado o resultado da pesquisa encomendada pela Revista Exame ao instituto Vox Populi, na qual se constatou que 93% dos brasileiros consideram que o principal objetivo da empresa é a geração de empregos, sendo que apenas 10% entendem que deva gerar lucros para os acionistas (GUROVITZ & BLECHER, 2005).

Esse conflito, para a função financeira, implica em optar pela adoção de políticas que maximizem o valor da empresa para todos os *stakeholders* (moral da integridade) ou pela maximização do valor da empresa para os acionistas, satisfazendo às necessidades dos demais grupos de interesse, porque estes são importantes para a empresa, mas desde que aquele objetivo principal não seja prejudicado (moral da parceria). Em outras palavras, percebe-se que a moral da parceria, caracterizada por uma visão pragmática, é a mais adequada para a função financeira e sua adoção, na medida em que a continuidade da empresa depende, em primeiro lugar, da maximização de seu valor para o acionista, é fundamental para que os demais *stakeholders* possam ter as suas necessidades atendidas. Desse modo, os acionistas e demais *stakeholders* precisam estabelecer uma relação virtuosa de longo prazo.

Cabe mencionar que a visão de que papel da função financeira é o de maximizar o valor da empresa para o acionista, buscando, concomitantemente, o equilíbrio na relação com os demais *stakeholders* é um aspecto salutar, pois não relega o elemento individual (livre iniciativa dos investidores), em detrimento do elemento social (demais *stakeholders*). De certa forma, procura-se contrabalançar os interesses desses dois grupos.

Na visão de Romano (2006), quando há a predominância do social sob o individual, caminha-se para o pensamento totalitário e único, o qual é responsável pela destruição do indivíduo, para satisfazer o coletivo.

Esse raciocínio faz sentido para a função financeira, porque a empresa é criada e receberá aporte de recursos por parte dos acionistas, caso seja um agente que agregue valor, ou seja, que maximize a sua riqueza. Desse modo, se a função financeira procurar satisfazer a todos os *stakeholders* indiscriminadamente, a empresa poderá ter o seu valor destruído. Assim, a predominância do social (atender interesses de todos *stakeholders* sem critério) será responsável pela destruição do indivíduo (iniciativa privada / empresa).

Para finalizar essa seção, é importante ressaltar que o papel da função financeira reflete os problemas e desafios de cada época. Conceitos foram englobados e, atualmente, há uma importância crescente dos aspectos relacionados a risco, em resposta a um ambiente mais volátil, decorrente do processo de globalização. Questões referentes à transparência nas relações com acionistas e demais *stakeholders*, bem como a Governança Corporativa e a responsabilidade social e ambiental, são ressaltados na medida em que há uma pressão social maior para que isso seja realizado com seriedade.

Nesse contexto, a função financeira evoluiu e pode-se dizer que o seu papel é alcançar a maximização do valor da empresa para o acionista, por meio de políticas de investimento, de financiamento e de dividendos, avaliando-se constantemente os fatores que envolvem risco e retorno, custos de capital e o equilíbrio no relacionamento com investidores e demais *stakeholders*, sob o contexto de Governança Corporativa, e de responsabilidade social e ambiental.

4 Considerações finais

O presente trabalho discutiu a mudança na concepção do papel da função financeira, o que requer cuidado, devendo ser considerado o aspecto de que os conceitos predominantes atualmente são resultados do acúmulo de conhecimentos e de experiências anteriores.

Por isso, optou-se por iniciar com uma revisão bibliográfica sobre a evolução da função financeira e procurou-se relacioná-la com os fatos históricos, pois, de acordo com Brennan (1995), é importante reconhecer que as concepções são influenciadas pelas limitações dos paradigmas de cada época.

Constatou-se que, se inicialmente a função financeira era caracterizada pela ênfase nos principais fatos da vida financeira de uma empresa e sua finalidade era de protegê-la de uma eventual falência ou de uma fase de reestruturação, por meio da adoção de corretas políticas de financiamento e de estrutura de capital, com o decorrer do tempo, conceitos relativos à estrutura organizacional da empresa e à Teoria Econômica foram incluídos na visão do seu papel na empresa.

O uso de modelos matemáticos, cada vez mais complexos, intensificou-se, diante da necessidade de analisar uma gama crescente de informações, provenientes de um ambiente de maior nível de incerteza e de riscos, sobretudo, em decorrência do avanço do processo de globalização.

Conceitos de risco e de retorno ganharam destaque na definição das estratégias financeiras, sendo importante ressaltar a diferenciação feita pelo CAPM sobre as definições de risco sistemático e não-sistemático.

Devem ser apontadas a importância da gestão do risco sistêmico, que vem sendo fomentada pelo BIS, e a relevância da administração dos riscos corporativos no ambiente atual.

De forma complementar, o controle dos orçamentos de resultado e de caixa, o entendimento da influência das políticas de investimento, de financiamento e de dividendos sobre o valor da empresa, e o questionamento da ética e da transparência das relações das empresas com seus acionistas e demais *stakeholders* foram acrescentados.

Como resultado do processo histórico, pode-se afirmar que a função financeira evoluiu e, atualmente, a sua finalidade é alcançar a maximização do valor da empresa para o acionista, por meio de políticas de investimento, de financiamento e de dividendos, avaliando-se constantemente os fatores que envolvem risco e retorno, custos de capital e o equilíbrio no relacionamento com investidores e demais *stakeholders*, sob o contexto de Governança Corporativa, e de responsabilidade social e ambiental.

Destaca-se que a evolução da função financeira não está finalizada. Estudos estão em andamento e novos pontos de vista estão sendo explorados.

Estudos para se avaliar os impactos da responsabilidade sócio-ambiental no valor da empresa para o acionista serão importantes. E, para finalizar, os trabalhos combinando a Teoria Econômica Clássica, os estudos de Psicologia Humana e a Neurociência, com o objetivo de se desenvolver novos métodos que auxiliem na compreensão e previsibilidade do comportamento dos agentes financeiros merecerão maiores aprofundamentos.

Bibliografia

- AMARO DE MATOS, J. **Theoretical foundations of corporate finance**. USA: Princeton University Press, 2001.
- ARCHER, S. H.; D'AMBROSIO, E, C. **Administração financeira: teoria e aplicação**. São Paulo: Atlas, 1969.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **CPSS background information**. BIS, 2005. Disponível em: < <http://www.bis.org/cpss/cpssinfo.pdf> > Acesso em mar. 2006.
- BRENNAN, M. J. Corporate Finance over the Past 25 Years. **Financial Management**, v. 24, n. 2, p. 9-22, 1995.
- CHEW Jr., D. H. **Introduction: financial innovation in the 1980s**.

- COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. USA: Pearson Addison Wesley, 2005.
- DIMSON, E.; MUSSAVIAN, M. Three Centuries of Asset Pricing. **Journal of Banking and Finance**, v. 23, p. 1745-1769, 1999.
- DUARTE JR, A. M. A importância do gerenciamento de riscos corporativos em bancos. Em: DUARTE JR, A. M.; VARGA, G. (Org.). **Gestão de riscos no Brasil**. Financial Consultoria: Rio de Janeiro, 2003.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Modern Portfolio Theory, 1950 to Date. **Journal of Banking and Finance**, v. 21, p. 1743-1759, 1997.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992.
- FAMÁ, R.; GALDÃO A. **A função financeira: uma análise esquemática de sua evolução**. In: Anais I SEMEAD, USP/SP, 1996.
- FAMÁ, R.; KRAUTER, E. **Um estudo sobre a evolução da função financeira da empresa**. In: Anais VIII SEMEAD, USP/SP, 2005.
- FAUSTO, B. **História concisa do Brasil**. São Paulo: Edusp, 2006.
- FRANCO, G. **A inserção externa e o desenvolvimento**. 1996. Disponível em: < <http://www.gfranco.com.br> > Acesso em mar. 2006.
- GARCIA, V. S. Gerenciamento de Risco em Instituições Financeiras e o Novo Acordo de Capital. Em: DUARTE JR, A. M.; VARGA, G. (Org.). **Gestão de riscos no Brasil**. Financial Consultoria: Rio de Janeiro, 2003.
- GUROVITZ, H; BLECHER, N. O Estigma do Lucro. **Exame**. 23 mar. 2005. Disponível em: < <http://www.portalexame.com.br> > Acesso em mar. 2006.
- HAUGEN, R. A. **The new finance: the case against efficient markets**. New Jersey: Prentice Hall, 1995.
- JENSEN, M. C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, out. 2001.
- JORION, P. **Value at risk**. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2003.
- KAPLAN, R.S.; NORTON, D. P. **A Estratégia em ação: Balanced Scorecard**. 10. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- LIMA, F. G.; MATIAS, A. B. **Evolução do estudo das finanças computacionais**. In: Anais VI SEMEAD, USP/SP, 2003.
- ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **OECD principles of corporate governance**. OCDE, 2004. Disponível em: < <http://www.oecd.org> > Acesso em mar. 2006.
- MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Political Economy**, v.7, p. 77-91, 1952.
- MERTON, R. C. Influence of Mathematical Models in Finance on Practice: Past, Present and Future. **The Royal Society**, p. 451-461, 1997.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.
- NICOLINI, A. M. **A graduação em administração no Brasil: uma análise das políticas públicas**. 2000. 69 f. Dissertação (Mestrado em Administração Pública) – Escola Brasileira de Administração Pública, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.
- ROMANO, R. **Primeira Leitura**. fev. 2006, n. 48, p. 22-33. Entrevista concedida para a reportagem Ética da Barbárie.
- SCHARF, R. **Manual dos negócios sustentáveis**. São Paulo: Amigos da Terra – Amazônia Brasileira; Fundação Getúlio Vargas, Centro de Estudos em Sustentabilidade, 2004.
- SHARPE, N. F. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, v. 196, n. 3, p. 425-442, 1964.

- SMITH, CLIFFORD W. The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. Em: JENSEN, M. C.; SMITH, C. W. **The modern theory of corporate finance**. New York, McGraw-Hill, 1984.
- SROUR, R. H. **Ética empresarial: a gestão da reputação**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- TOBIN, J. Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. **The Review of Economic Studies**, v. 7, p. 65-86, 1952.
- WESTON, J. F. **Finanças de empresas**. São Paulo: Atlas, 1975.