
A EVOLUÇÃO DA FUNÇÃO FINANCEIRA

ARTIGO – FINANÇAS

André Taue Saito

Mestrando no Departamento de Administração da FEA/USP

E-mail: andresaito@uol.com.br

José Roberto Ferreira Savoia

Professor Doutor do Departamento de Administração da FEA/USP

E-mail: jrsavoia@usp.br

Rubens Famá

Professor Doutor do Departamento de Administração da FEA/USP

E-mail: rfama@usp.br

RESUMO

Este artigo discute as mudanças no 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.

EVOLUTION OF THE FINANCIAL FUNCTION

ABSTRACT

Changes in the role of the financial function were discussed based upon literature reviewed. Evolution of the theory over recent decades was presented after analysis of pertinent classics. Included also were contributions of Psychology and Neuroscience to the evolution of finance literature. The implications of ethics in Finance were stressed as well as the impacts of social and environmental responsibility on the value of the company for the shareholder.

Key words: Finance, Evolution of finance literature, Corporate value maximization.

1. INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho é discutir as mudanças no 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 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 resultado do acúmulo de conhecimentos e de experiências anteriores.

Por isso, há necessidade de 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 evoluiu e se relaciona com os fatos históricos.

Para que isso seja compreendido melhor, Weston (1975) recomenda a aceitação de três pressupostos.

O primeiro afirma que a evolução “[...] do pensamento econômico reflete os problemas prementes existentes em cada época” (*op. cit.*: 37). Analogamente, essa concepção pode ser adotada no estudo da função financeira, uma vez 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.*: 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.*: 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, desenvolve-se uma discussão sobre a mudança de seu papel,

incluindo as influências do debate ético. E, finalmente, apresentam-se as considerações finais, mencionando-se algumas tendências do estudo sobre Finanças, como a mensuração dos impactos da responsabilidade social e ambiental no valor da empresa para o acionista e a inclusão de conceitos da Psicologia Humana e da Neurociência em Finanças.

2. EVOLUÇÃO DA FUNÇÃO FINANCEIRA

Inicialmente pretende-se, por meio deste tópico, 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.

Esta 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 mencionadas ao longo do texto, de forma oportuna. O Quadro 1, demonstrado a seguir, 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 Processo de fusões | Preocupação com a estrutura financeira Considerações sobre a liquidez Discussão incipiente sobre planejamento e controle |
| | | | Recessão econômica e falências (Crise de 1929) | Importância da solvência/liquidez e recuperação financeira das empresas |
| | | | Segunda Guerra Mundial | Relevância do financiamento |
| Administrativa | Positiva | Década de 1970 | Temor de recessão pós-guerra | Ênfase no fluxo de caixa Destaque para os controles administrativos internos (contas a receber, contas a pagar e estoques) |
| Econômica | Década de 1980 | | Desenvolvimento tecnológico (computação) Crescimento do comércio internacional | Modigliani e Miller (1958) e a irrelevância da estrutura de capital Análise do custo de capital para determinar obstáculos ao investimento Compreensão das características da economia internacional |
| | | | Desenvolvimento tecnológico (computação) Rompimento do Acordo de Bretton Woods Crise na Bolsa de Valores nos Estados Unidos (1974) Choque do Petróleo e crise inflacionária nos Estados Unidos | Interesse nas teorias de Markowitz, de Tobin e de Sharpe, bem como na eficiência dos mercados Utilização do CAPM e dos conceitos de risco sistemático e não-sistemático |
| | | | Moratória dos países em desenvolvimento e crise no setor financeiro Desintermediação financeira Acordo da Basileia (1988) | Interesse maior pela Fórmula de Black & Scholes para o cálculo do valor de uma opção Desenvolvimento de estratégias complexas de derivativos para limitar o risco |

| | | | | |
|--|--|---|--|--|
| | | | <p>Globalização da Economia e intensificação do volume das transações financeiras</p> <p>Interdependência maior entre as economias</p> <p><i>O Bank for International Settlements (BIS) criou o Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)</i></p> | <p>Importância maior das estratégias de <i>hedging</i> por meio de opções e mercado futuro. Gestão de riscos se destaca</p> <p>Preocupação pela redução do risco sistêmico e foco na mitigação do risco de liquidação e de crédito dos sistemas de pagamento</p> <p>Atenção maior à criação de valor</p> |
| <p>Econômica e Comportamental (*)</p> | | <p>Década de 1990 – Início do século XXI</p> | <p>Reformulação do Acordo da Basileia (1998)</p> <p>Casos Mettalgellschaft, Barings Bank e Long Term Capital Management</p> <p>Escândalos contábeis nos Estados Unidos (exemplos: Casos <i>Enron</i>, <i>Tyco</i>, <i>WordCom</i>)</p> | <p>Maior importância da Governança Corporativa e da transparência das informações</p> <p>Incremento da preocupação com a responsabilidade social e ambiental, importante no relacionamento com os demais <i>stakeholders</i></p> <p>Discussão da Ética Empresarial em Finanças</p> <p>Finanças Comportamentais ganham destaque</p> |

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, que não é mencionada por ARCHER e D'AMBROSIO (1969), foi 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 os “[...] principais acontecimentos da vida financeira das empresas, ao invés dos problemas administrativos rotineiros” (*op. cit.*: 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 resultado da construção das grandes redes ferroviárias, realizada no final da década de 1880.

Em relação ao 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 o autor constatou a forte relação entre o desequilíbrio da estrutura de capital das empresas e suas respectivas falências: 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 2ª Guerra Mundial, e a função financeira deu ênfase à obtenção de recursos para financiar a produção de bens adequados ao período de guerra e ao pós-guerra (WESTON, 1975).

Dessa forma, observa-se a predominância da abordagem tradicional até o final da 2ª Guerra Mundial, evidenciada no interesse pelos assuntos referentes à estrutura de capital e ao processo de financiamento (ARCHER e D' AMBROSIO, 1969).

No início da década de 1950 ocorreu uma rápida expansão econômica. Havia, porém, o receio de uma possível recessão econômica no pós-guerra e, diante do crescimento dos custos de mão-de-obra e das dificuldades de captação de recursos, ganharam uma maior relevância os orçamentos de caixa, bem como os 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 enfatizar as rotinas internas e a estrutura organizacional, abordagem definida por Archer e D' Ambrosio (1969) como 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 diminuir. O crescimento do preço de mercado das ações de novas indústrias e de novos segmentos implicou escassez de recursos para as empresas tradicionais, de forma que o estudo do custo de capital, para visualizar os limites adequados para os investimentos, ganhou importância. Além disso, a busca por novos mercados implicou 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, para Archer e D' Ambrosio (1969), uma nova abordagem da função financeira ganhou relevância com a utilização da Teoria Econômica, cujo maior impulsionador foi Keynes, embora o sentido mais prático dos conceitos econômicos só tenha surgido na década de 1950.

Ressalta-se que, na opinião de Smith (1984), o estudo da função financeira permaneceu estagnado até a década de 1950; nesse período, a teoria de Finanças era inconsistente e normativa, concentrando-se na definição de melhores políticas de investimento, de financiamento e de dividendos, sem enfatizar 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 compreender as consequências 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

Na década de 1950 surgiram duas correntes que se tornaram as bases das Finanças Modernas. Uma foi inaugurada por Modigliani e Miller (1958), denominada Finanças Corporativas, e a outra, que foca os estudos de portfólio e de risco e retorno, foi lançada por Markowitz (1952), tendo como seguidores autores como Tobin (1952) e Sharpe (1964), mas sua importância somente foi reconhecida 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. Dado o caráter inovador dessa concepção, Chew (s.d.) apontou-os como os fundadores das Finanças Modernas.

De fato, Modigliani e Miller (1958) lançaram uma nova corrente sobre o 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 a 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*, que 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 co-variância.

Markowitz (1952) rejeitou a idéia de que os investidores devam formar o seu portfólio embasados somente no maior retorno esperado, pois, segundo o autor, a adoção desse critério pode implicar a 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 necessariamente tem o menor risco, e destacou que uma carteira diversificada ingenuamente, sem analisar 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 a 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 risco não-sistêmico (diversificável), explorados explícita e posteriormente por Sharpe (1964).

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 (co-variância) 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 da 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) defendeu que os investidores possuem uma preferência por liquidez, em decorrência de dois aspectos: um relacionado à inelasticidade dos indivíduos quanto à taxa de juros esperada e o outro relativo 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 em 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), que resulta 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 aos ativos livres de risco e aos ativos de risco.

Esse Teorema da Separação foi a maior contribuição de Tobin ao estudo da função financeira (1952). Por meio dele o autor demonstrou que o portfólio com ativos de risco mais eficiente independe das preferências individuais em relação ao risco, de modo que a diferenciação entre investidores com maior ou menor tolerância ao risco é a proporção de ativos livre de risco que mantém em sua carteira (DIMSON e

MUSSAVIAN, 1999; FAMÁ e GALDÃO, 1996; ELTON e 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), que, ao simplificar o modelo de Markowitz, permitiu visualizar que o risco total do ativo é composto do risco sistemático e do risco não-sistemático (ou diversificável), ampliando a compreensão sobre esse assunto.

O entendimento de que o risco sistemático afeta os ativos foi de extrema importância, pois, como explica Assaf Neto (2003), 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 que 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 que todos os investidores estão sujeitos a uma mesma taxa de juros livre de risco.

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

Cabe destacar que, paralelamente a esses fatos, 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 e GALDÃO, 1996), facilitada até mesmo 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 da Eficiência dos Mercados ganhou relevância com Eugene Fama, constituindo 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 e 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, incluindo 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 e GALDÃO, 1996).

Nesse contexto, o estudo de risco ganhou maior 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 feita 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 avaliar as opções de compra, a qual demonstra 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. Ressalta-se, além disso, a

importância do Comitê da Basiléia, que, em 1988, produziu o Acordo da Basiléia, que estabeleceu uma estrutura de cálculo de capital regulamentar mínimo para as instituições financeiras, a 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, incrementando o 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.*: 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 aumento da possibilidade de que um eventual colapso econômico de um determinado país resulte no contágio dos demais.

Diante desses aspectos, ampliou-se 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, 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.*: 20). “O VAR sintetiza a maior (ou pior) perda esperada dentro de determinados períodos de tempo e intervalo de confiança” (*op. cit.*: 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), do 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 à sua transparência, bem como à explicitação do papel da supervisão bancária e das instituições financeiras no estabelecimento dos níveis mínimos de capital (GARCIA, 2003).

Portanto, como afirmam Famá e Galdão (1996), o processo de globalização dos mercados levou, na década de 1990, a uma preocupação maior com a gestão de riscos, influenciada também pelos casos mencionados abaixo por Duarte Jr. (2003), que demonstram a necessidade de 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 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, Famá e Galdão (1996) mencionam, além da importância da administração de riscos, novas técnicas de custeio (como o *Activity Based Cost*) que 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, razão pela qual formulou-se 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 ampliar os mecanismos de controle.

Diante disso, a concepção de Governança Corporativa e de maior transparência nas relações entre gestores e acionistas ganhou 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 ética empresarial e transparência também se tornaram freqüentes. 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 e NORTON, 1997), 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, como a de Roll (1977 *apud* COPELAND, WESTON e SHASTRI, 2005), que o questionou mas não o considerou inválido, ressaltando que, pelo fato de o 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 compreender a influência do fator humano nas decisões financeiras. Forma-se, 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 por sua contribuição à ciência econômica com conceitos da psicologia

para a 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, especificamente 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. Lima e Matias (2003), por sua vez, avaliam que a literatura financeira no Brasil é focada nos acontecimentos econômicos, como a inflação e a troca de moeda, por exemplo, e 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, acontecimentos no exterior provocaram reflexos internos, como:

- A lei SOX provocou impactos nas empresas brasileiras que lançaram ações no mercado de capital norte-americano, pois essas organizações tiveram de se adaptar às exigências desse mercado. Além disso, as empresas brasileiras que ainda não lançaram ações no mercado norte-americano estão procurando se adaptar a essa lei, almejando um maior diferencial no mercado de capitais;
- Na relação entre empresa e demais *stakeholders*, discussões sobre ética empresarial e transparência também se tornaram freqüentes. Balanços Sociais passaram a ser divulgados, podendo-se destacar, no Brasil, 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, em 2002, a reestruturação do Sistema de Pagamentos

Brasileiro (SPB). Foi observado o aumento da liquidez do setor financeiro nacional, o que minimizou os riscos de crédito e de liquidação.

3. DISCUSSÃO SOBRE A MUDANÇA DE CONCEPÇÕES DA FUNÇÃO FINANCEIRA

Feita uma apresentação de como ocorreu a evolução da função financeira, pretende-se, neste tópico, discorrer sobre as mudanças que aconteceram ao longo do tempo e apresentar uma definição do seu papel.

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

O uso de modelos matemáticos mais complexos intensificou-se diante da necessidade de subsidiar os gestores para a 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, em especial 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; quanto ao último, 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 à sua transparência e explicitar o papel da supervisão bancária e das instituições financeiras no 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 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 proteger seus interesses. Por isso, assuntos envolvendo Governança Corporativa e responsabilidade social e ambiental vêm se sobressaindo.

De acordo com a Organização para Cooperação e 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 (incluindo os 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, até mesmo de grupos organizados, por 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 um desafio, pois implica a 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 responde às exigências dos demais *stakeholders*, gera confusão quanto ao papel da função financeira, originando 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*, utilizando-se 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. Para o autor, essa concepção, uma vez 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 algo favorável para o valor da empresa. Percebe-se, portanto, o conflito de agência que pode ocorrer.

Por outro lado, Jensen (2001) releva que a função financeira tem que satisfazer aos demais *stakeholders*, porque estes são importantes para a empresa, mas 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 de os 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: 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-se mencionar 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, enquanto apenas 10% entendem que ela deva gerar lucros para os acionistas (GUROVITZ e BLECHER, 2005).

Esse conflito, para a função financeira, implica optar seja pela adoção de políticas que maximizem o valor da empresa para todos os *stakeholders* (moral da integridade), seja pela maximização do valor da empresa para os acionistas, satisfazendo às necessidades dos demais grupos de interesse – porque estes são importantes para a empresa –, 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, já 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 o 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 salutar, pois não sobrepõe o elemento social (demais *stakeholders*) ao elemento individual (livre iniciativa dos investidores). De certa forma, procura contrabalançar os interesses desses dois grupos.

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

Esse raciocínio faz sentido para a função financeira, porque a empresa é criada pelos acionistas e receberá deles aporte de recursos 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 aos interesses de todos os *stakeholders* sem critério) será responsável pela destruição do indivíduo (iniciativa privada/empresa).

Para finalizar esta seção, é importante assinalar que o papel da função financeira reflete os problemas e desafios de cada época. Conceitos foram a ele acrescentados e, atualmente, há uma importância crescente dos aspectos relacionados ao 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 à Governança Corporativa e à responsabilidade social e ambiental são ressaltadas, uma vez que há uma pressão social maior para que isso seja realizado com seriedade.

Considerando-se o exposto, pode-se dizer que a função financeira evoluiu e 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 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, porque se deve considerar que os conceitos predominantes atualmente são resultado do acúmulo de conhecimentos e de experiências anteriores.

Por isso, optou-se por iniciar o estudo com uma revisão bibliográfica sobre a evolução da função financeira, procurando-se relacioná-la com 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, inicialmente, a função financeira era caracterizada pela ênfase nos

principais fatos da vida financeira de uma empresa e sua finalidade era protegê-la de uma eventual falência ou em 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, dentre os quais ressalta-se a diferenciação feita pelo CAPM entre 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 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 avaliar os impactos da responsabilidade socioambiental no valor da empresa para o acionista serão importantes. E, para

finalizar, trabalhos combinando a Teoria Econômica Clássica, os estudos de Psicologia Humana e a Neurociência, com o objetivo de desenvolver novos métodos que auxiliem na compreensão e previsibilidade do comportamento dos agentes financeiros, merecerão maiores aprofundamentos.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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*. [s. d.]

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. In: DUARTE JR., A. M.; VARGA, G. (Orgs.). *Gestão de riscos no Brasil*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 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: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 1, 1996, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1996.
- FAMÁ, R.; KRAUTER, E. Um estudo sobre a evolução da função financeira da empresa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 8, 2005, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 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. In: DUARTE JR., A. M.; VARGA, G. (Orgs.). *Gestão de riscos no Brasil*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 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, Oct. 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: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 6, 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.
- ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E 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*. Dissertação (Mestrado em Administração Pública) – Escola Brasileira de Administração Pública. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2000.
- ROMANO, R. *Primeira Leitura*, n. 48, p. 22-33, fev. 2006. 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. In: 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.