

GESTÃO DA APRENDIZAGEM: A EVOLUÇÃO DO PENSAMENTO FINANCEIRO DO SÉCULO XX AO XXI

Autoria

Flávia Barbosa de Brito Araújo
Universidade Federal de Uberlândia

Camila Assunção Santos
Universidade Federal de Uberlândia

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia

Resumo

O conhecimento diferencia e possibilita interpretar e analisar melhor os fatos, portanto, compreender a trajetória histórica de um tema permite refletir mais sobre a realidade atual. O presente artigo, por meio de uma metodologia bibliométrica, tem como objetivo compreender o contexto histórico da evolução financeira do século XX ao XXI, assim como, conhecer os principais influenciadores que nortearam a gestão que se observa nos dias de hoje. A função financeira na década de 50 ganhou proeminência histórica e foi marcada por diversas teorias que ficaram conhecidas como os pilares das finanças modernas, dentre elas, a teoria do portfólio de Markowitz (1952) e o teorema sobre estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958), consideradas como ponto de partida de vários estudos. Após a análise dos trabalhos apresentados, verifica-se que as teorias financeiras utilizadas evoluíram ao mesmo tempo em que o mercado econômico tornou-se complexo e globalizado. Como estudos futuros, sugere-se a realização de projeções futurísticas sobre a evolução do conhecimento da área financeira no mercado.

Área Temática: Finanças (FIN)

**GESTÃO DA APRENDIZAGEM: A EVOLUÇÃO DO PENSAMENTO FINANCEIRO
DO SÉCULO XX AO XXI**

RESUMO

O conhecimento diferencia e possibilita interpretar e analisar melhor os fatos, portanto, compreender a trajetória histórica de um tema permite refletir mais sobre a realidade atual. O presente artigo, por meio de uma metodologia bibliométrica, tem como objetivo compreender o contexto histórico da evolução financeira do século XX ao XXI, assim como, conhecer os principais influenciadores que nortearam a gestão que se observa nos dias de hoje. A função financeira na década de 50 ganhou proeminência histórica e foi marcada por diversas teorias que ficaram conhecidas como os pilares das finanças modernas, dentre elas, a teoria do portfólio de Markowitz (1952) e o teorema sobre estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958), consideradas como ponto de partida de vários estudos. Após a análise dos trabalhos apresentados, verifica-se que as teorias financeiras utilizadas evoluíram ao mesmo tempo em que o mercado econômico tornou-se complexo e globalizado. Como estudos futuros, sugere-se a realização de projeções futurísticas sobre a evolução do conhecimento da área financeira no mercado.

Palavras-chave: Evolução Financeira. Pilares Financeiros. Gestão da Aprendizagem.

ABSTRACT

Knowledge differentiates and makes it possible to interpret and analyze facts better, so understanding the historical trajectory of a theme allows us to reflect more on the current reality. This article, through a bibliometric methodology, aims to understand the historical context of the financial evolution of the XX century to the XXI, as well as to know the main influencers that guided the management that is observed today. The financial function in the 1950s gained historical prominence and was marked by several theories that became known as the pillars of modern finance, among them Markowitz's portfolio theory (1952) and Modigliani and Miller's capital structure theorem (1958), considered as the starting point of several studies. After analyzing the presented works, it turns out that the financial theories used evolved at the same time that the economic market became complex and globalized. As future studies, we suggest the realization of futuristic projections on the evolution of the knowledge of the financial area in the market.

Keywords: Financial Evolution. Financial Pillars. Learning Management.

1. Introdução

Conhecer a origem das teorias e técnicas utilizados no dia a dia, facilita a compreensão e auxilia no aprendizado. A Teoria financeira está em processo de evolução e transformação bastante acelerada. Parte disso, em detrimento do avanço tecnológico e da globalização que demandam previsões e respostas cada vez mais ágeis para a tomada de decisões (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006).

Entretanto, ressalta-se que a teoria financeira não surgiu por acaso, mas sim, como resultado de um longo arcabouço teórico que vem se construindo ao longo do tempo. A história do pensamento econômico e financeiro reflete os problemas do dia a dia e os progressos nos estudos de finanças são possíveis devido aos conhecimentos e ferramentas criados para solucionar problemas.

Como objetivo, propõe-se realizar um estudo bibliométrico da evolução financeira, partindo do início do Século XX até os dias atuais, conectando os principais eventos de cada época. Para isso utiliza-se as obras seminais de Jensen e Smith (1984); Dimson e Mussavian (1999) e Saito, Savoia e Famá (2006).

Dado a importância de se compreender a função financeira, devido a sua forte ligação com a maximização do valor da empresa para os stakeholders (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006). este artigo espera contribuir com a literatura ao reunir a função financeira de cada década e analisar oito teorias consideradas importantes para a construção das finanças modernas.

O presente artigo possui quatro seções além da introdução. A segunda seção apresenta a metodologia, a terceira seção é explorada a fundamentação teórica referente ao tema, a quarta seção apresenta uma breve análise, e por fim, apresentam-se as considerações finais.

2. Metodologia

Para alcançar o objetivo deste artigo, realizou-se um estudo bibliométrico, o que segundo Ferreira (2002), é um método utilizado pelos pesquisadores para compreender a totalidade de um tema de forma qualitativa ou quantitativa no intuito de não somente visualizar a produção existente como também identificar convergências e divergências entre os fatos históricos. O objetivo da pesquisa é de cunho descritivo, o que segundo Gil (1999), tem como finalidade descrever o fenômeno ou estabelecer relações.

3. O conhecimento histórico da função financeira

Antes de apresentar as contribuições de cada época, torna-se importante conhecer o conceito de função financeira. Para Archer e Ambrósio (1969), a função financeira são os esforços gastos em formular esquemas ou métodos assertivos e adequados para atender aos objetivos de maximizar o retorno dos acionistas e manter a liquidez da empresa.

Avaliando a definição é possível compreender a importância da função financeira no desenvolvimento e longevidade das empresas. Os autores Lemes, Miesa e Cherobim (2005) reforçam a importância ao dizer que a função financeira envolve as ações que buscam maximizar a riqueza das empresas. Para esclarecer melhor o conceito, esses

mesmos autores destacaram algumas funções financeiras importantes, conforme pode ser visto no quadro 1.

Quadro 1 – Funções da Administração Financeira.

GERÊNCIA FINANCEIRA	CONTROLADORIA
<ul style="list-style-type: none"> • Administração de caixa • Administração de crédito e cobrança • Administração do risco • Administração de câmbio • Decisão de financiamento • Decisão de investimento • Planejamento e controle financeiro • Relações com acionistas e investidores • Relações com bancos 	<ul style="list-style-type: none"> • Administração de custos e preços • Auditoria interna • Avaliação de desempenho • Contabilidade • Orçamento • Patrimônio • Planejamento tributário • Relatórios gerenciais • Sistemas de informação financeiro

Fonte: Lemes Junior, Cherobim e Rigo (2005, p. 05).

A evolução financeira, partindo do início do Século XX é marcada pela expansão de novas indústrias, fusões e falências. As pesquisas de Jensen e Smith (1984); Dimson e Mussavian (1999) e Saito, Savoia e Fama (2006) contribuíram para uma análise precisa dos principais fatos históricos da época.

3.1 O início do século XX

O início do Século XX, marca o começo do estudo sistemático de finanças e destaca-se os fatos históricos no quadro 2 para compreender melhor o contexto e a necessidade da época.

Quadro 2 – Histórico do início do século XX

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Início do século XX	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estabilização das organizações 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura de capital

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996).

O início do século XX foi marcado pelo o que é conhecido hoje como uma abordagem mais tradicional de finanças, cujo o foco era na vida financeira das empresas e não nas atividades rotineiras (ARCHER, AMBRÓSIO, 1969). Buscava-se compreender melhor as estruturas de capital e a sua relação com a falência (WESTON, 1975).

3.2 Período de 1920 a 1929

A década de 20 é marcada, segundo Weston (1975), pela grande quantidade de fusões realizadas pelas empresas que buscavam forças para ampliarem as suas linhas de produção. Baseado em Famá e Galdão (1996), no quadro 3 é possível verificar que a década de 20 foi um ambiente de expansão das indústrias o que proporcionou a preocupação dos estudiosos financeiros da época sobre a estrutura financeira, liquidez e iniciou-se uma preocupação, ainda que incipiente, sobre planejamento e controle.

Quadro 3 - Histórico da década de 20

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 20	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Expansão das indústrias ▪ Fusões 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura financeira ▪ Considerações sobre a liquidez ▪ Discussão sobre planejamento e controle

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996).

Foi uma década marcada pela lucratividade alta, porém, também foi uma época de alta volatilidade nos preços e escassez de recursos financeiros, o que levou as empresas a se preocuparem mais com a liquidez e com a captação e aplicação de recursos (WESTON, 1975).

3.3 Período de 1930 a 1939

A década de 1930, conforme pode ser visto no quadro de Fama e Galdão (1996), iniciou com um grande desafio para as empresas em decorrência da recessão econômica provocada pela crise de 1929 (WESTON, 1975).

Quadro 4 - Histórico da década de 30

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 30	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recessão econômica e falências (Crise de 1929) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Atenção para a liquidez e recuperação financeira das empresas

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996).

Com a recessão, os estudiosos financeiros voltaram as suas atenções para a recuperação das empresas, se preocupando mais com estudos sobre liquidez (WESTON, 1975).

3.4 Período de 1940 a 1949

A década de 40, de acordo com Saito, Savoia e Famá (2006), foi afetada pela segunda guerra mundial, conforme pode ser visto no quadro 5. Neste período, a função financeira preocupou-se em obter recursos para a continuidade das atividades antes e pós-guerra (WESTON, 1975).

Quadro 5 - Histórico da década de 40

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 40	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Segunda Guerra Mundial 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Relevância do financiamento

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996).

Devido ao contexto de guerra, os administradores financeiros começaram a valorizar estudos sobre financiamento.

3.5 Período de 1950 a 1959

A década de 50 foi marcada pela considerável expansão econômica. Entretanto, devido aos efeitos do pós-guerra, o custo alto de recursos humanos e dificuldades de financiamento, os orçamentos de caixa bem como os controles administrativos, tais como: contas a receber, contas a pagar e estoques, ganharam relevância nos estudos da época (SAITO; SAVOIA; FAMA, 2006). O contexto bem como as preocupações da década podem ser vistas resumidamente no quadro 6.

Quadro 6 - Histórico da década de 50

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 50	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Temor de Recessão Pós-Guerra 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ênfase no Caixa e no fluxo de Caixa ▪ Expansão Econômica ▪ Controle Administrativo ▪ Evolução na Estrutura de Capital ▪ A exploração sobre o Custo de Capital ▪ Considerações sobre a Economia Internacional e ▪ Progressos na Modelagem Matemática

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996).

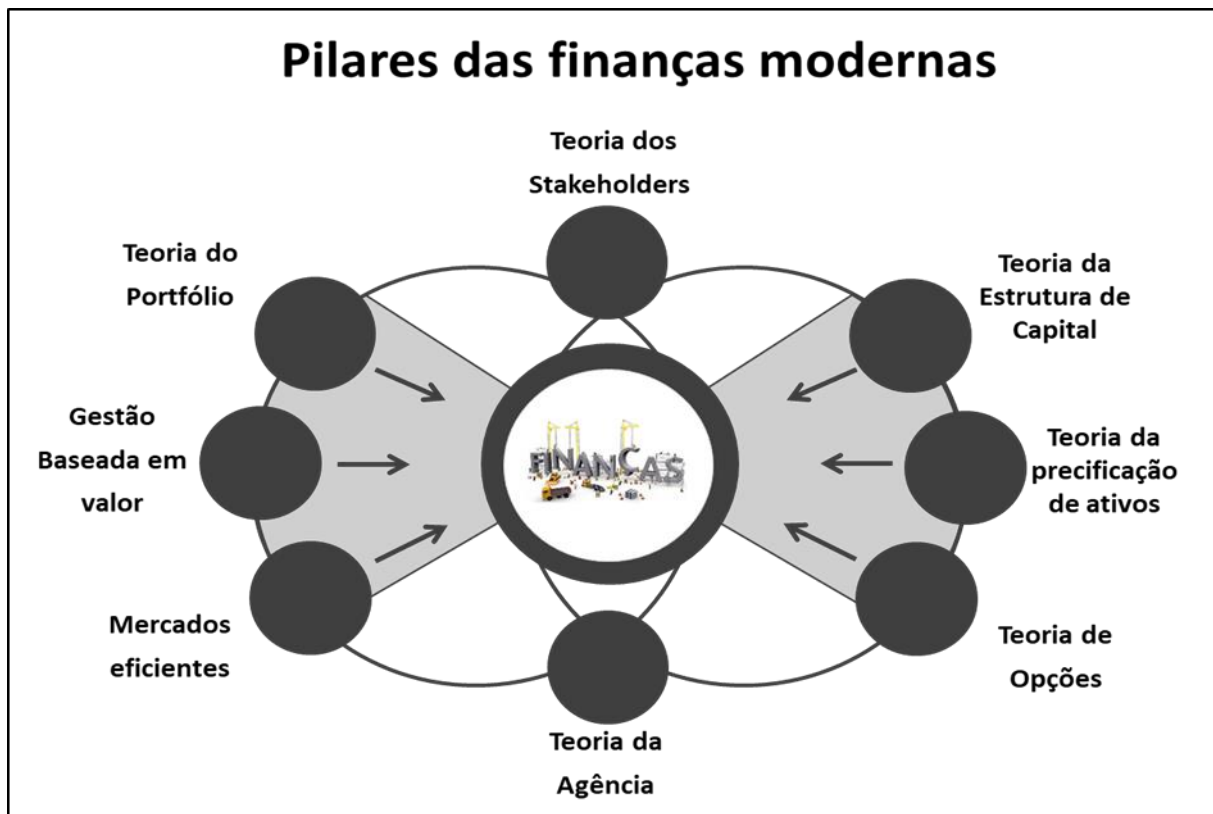
Até a década de 50, os estudos financeiros eram mais normativos devido a necessidade da época em captar recursos, sendo assim, o foco era entender como fazer e não enfatizava-se os efeitos. (JANSSEN; SMITH, 1984). Durante esta década, verificou-se uma mudança para uma abordagem considerada mais indagativa e questionadora. Sobre o valor de empresa, passou-se a analisar as aplicações de recurso e o efeito sobre os resultados diante das decisões de investimento, passando a analisar as políticas de investimento, de financiamento e de dividendos (ASSAF NETO, 2003).

De acordo com Merton (1997), somente a partir da segunda metade do século XX, intensificaram-se abordagens com modelos matemáticos e estatísticos, como os conhecidos estudos de Markowitz (1952) e Modigliani e Miller (1958). Até meados do século XX a teoria de finanças utilizava a matemática adequada aos problemas específicos a contabilidade, limitando-se ao conhecimento de cálculo diferencial, integral e estatística básica. Modelos matemáticos das finanças modernas contém as aplicações da teoria da probabilidade e otimização.

A década de 50 foi o período em que surgiu as bases das finanças modernas, que são: (1) Estudos de Markowitz em 1952 sobre diversificação de portfólio, que mostrou-se relevante por apresentar os conceitos de risco e retorno, e (2) Estudos de Miller e Modigliani em 1958 ao abordarem uma nova visão sobre a estrutura de capital, ambos utilizando novas técnicas matemáticas e estatísticas. Essas duas frentes tiveram como seguidores e criadores de teorias complementares e evolutivas, autores como Tobin (1952) e Sharpe (1962) com a precificação de ativos e precificação de opções de Black e Sholes em 1972. (DIMSON; MUSSAVIAN, 1999).

Dentre os diversos estudos que começaram a surgir durante e após a década de 50, destacam-se oito pilares teóricos que podem ser vistos na figura 1 e que serão brevemente explorados no decorrer deste artigo.

Figura 1 – Pilares das Finanças Modernas



Fonte: Elaborado pelos autores.

Os estudos de Markowitz (1952) e Modigliani e Miller (1958) serão mais detalhados no decorrer deste artigo.

3.5.1 Teoria do Portfólio

Antes de 1952 não havia uma teoria financeira que falava sobre diversificação quando os riscos dos ativos são correlacionados (MARKOWITZ, 1999). De acordo com Zanini e Figueiredo (2005) a teoria de Markowitz contraria as visões anteriores de que para se ter maiores retornos, era necessário simplesmente procurar investimentos mais arriscados. A teoria de Markowitz procurou demonstrar que há combinações mais eficientes para investir, de forma que se obtenha o melhor retorno e risco.

A partir dessa perspectiva, Markowitz (1999) diz que "(1) o retorno esperado na carteira é uma média ponderada dos retornos esperados títulos individuais e (2) a variação do retorno na carteira é uma função particular da variável e as covariâncias entre títulos e valores mobiliários e seus pesos no portfólio".

A teoria do portfólio trouxe os conceitos de portfólios eficientes e ineficientes e propôs que meios, variações e covariâncias de ativos podem ser estimados por meio de uma combinação de análise estatística e avaliação de analistas financeiros. Dessa forma, o conjunto de ativos encontrados por meio de uma combinação eficiente podem ser apresentadas ao investidor para a escolha da combinação de risco-retorno desejada de acordo com o seu perfil. (MARKOWITZ, 1999).

3.5.2 Teoria de mercado eficiente

A teoria de mercado eficiente, sugere que os preços refletem todas as informações disponíveis (JENSEN; SMITH, 1984).

A hipótese do mercado eficiente sustenta que um mercado é eficiente se for impossível para obter lucros econômicos negociando informações disponíveis (JENSEN; SMITH, 1984). De acordo com Assaf Neto (2003) é difícil ganhar lucros acima do normal, negociando com dados completos e disponíveis publicamente.

De acordo com Jensen e Smith (1984), existem premissas importantes para a hipótese dos mercados eficientes, que são: a) Escolher entre maximizar o valor atual da empresa ou o seu valor futuro; b) Não há benefício em manipular os ganhos por ação; c) se os novos títulos forem emitidos a preços de mercado que reflitam uma avaliação imparcial de payoffs futuros, então a preocupação com a diluição ou a partilha de valor presente líquido positivo projetos com novos detentores de títulos são eliminados; e d) Os retornos de segurança são significativas medidas de desempenho da empresa.

3.5.3 Teoria da estrutura de capital

A estrutura de capital trabalha a composição ótima das fontes de financiamento, possibilita a otimização da estrutura, minimiza o custo de capital e maximiza o valor da empresa. O modelo tradicionalista defendido por Durand (1952- 1959), menciona que existe um nível ótimo de endividamento em que a combinação ótima de endividamento e o custo do capital próprio maximiza o valor da empresa, demonstrando que a estrutura interfere no valor da empresa (ANGONESE; SANTOS; LAVARDA 2011).

A teoria de Modigliani e Miller (1958), contesta o modelo tradicionalista ao enfatizar que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa, relacionando apenas com o retorno esperado. Sua proposta demonstra que a escolha da política de financiamento não afeta o valor da empresa (JENSEN; SMITH, 1984).

3.5.4 Teoria baseada em valor

A teoria baseada em valor tem sido discutida por vários autores, entre eles COPELAND et al. (2000) e ASSAF NETO (2003). De acordo com Copeland et al. (2000) o conceito de Value Based Management (VBM) pode ser compreendido como um processo estruturado e integrado com a função de melhorar o processo de tomada de decisões táticas e estratégicas por meio dos principais direcionadores de valor de uma organização.

De forma congruente, Assaf Neto (2003) mostra que para adicionar valor econômico em uma empresa, é necessário o uso de estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras. Entretanto, é necessário selecionar direcionadores de valor, de forma que seja possível mensurar o desempenho de cada estratégia e para cada capacidade.

3.6 Período de 1960 a 1969

A década de 60 representada no quadro 7, foi marcada com grande crescimento no comércio Internacional e com a criação de novas indústrias e segmentos resultantes dos progressos em P&D. Os controles administrativos como as contas a receber e estoques ganharam destaques, assim como a preocupação com o caixa (FAMÁ e GALDÃO, 1996).

Quadro 7 - Histórico da década de 60

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 60	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crescimento e Expansão do Comércio Internacional; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ênfase maior no Fluxo de Caixa e no Controles Administrativos Internos ▪ Lucratividade começa a decrescer ▪ Criação de Novas Industrias e Segmentos ▪ Valor da Ações ▪ Lucro esperado e custo dos Fundos ▪ Destaque na teoria CAPM

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996)

3.6.1 Teoria da precificação de ativos (CAPM)

O CAPM (Capital Asset Pricing Model) é derivado da Teoria de Markowitz, e busca estabelecer as bases para uma teoria de valor de mercado que incorpora o risco, no intuito de mostrar o comportamento ideal de balanceamento de carteira (JENSEN; SMITH, 1984).

De acordo com Treynor (1961), os riscos seguráveis têm um efeito insignificante no custo de capital e o prêmio de risco por ação para o investimento é proporcional à covariância do investimento com o total de todos os investimentos no mercado.

Os estudos de Sharpe (1964), propôs determinar a relação entre os preços dos ativos e seus atributos de riscos, e destaca que os indivíduos são mais propensos a assumir riscos. A pretensão de Sharpe (1964) foi construir uma teoria de equilíbrio de mercado dos preços dos ativos em condições de risco. Lintner (1965) e Mossin (1966) também tiveram papel de destaque com contribuições no artigo de Sharpe (1964) (JENSEN; SMITH, 1984).

Apesar do CAPM ter sido desenvolvido no início da década de 1960, somente foi possível operacionalizar o método, após a criação de um banco de dados mais robusto, pelo Centro de Pesquisa em Preço de Ações (CRSP) na Universidade de Chicago no final da década de 60 (DIMSON; MUSSAVIAN, 1999).

3.6.2 Teoria de opção de preços

A teoria de opções fornece uma teoria positiva para a determinação de retornos esperados e, portanto, vincula o preço dos ativos de hoje com futuros retornos esperados. Com os problemas existente para avaliação dos ativos, Black e Scholes (1973) fornecem uma chave para o problema em sua solução para a chamada problema de avaliação de opções. Os autores Jensen e Smith (1984) observaram que

a distribuição do fluxo de caixa se for fixa, tem –se a opção de utilizar a precificação pode ser usada para avaliar os riscos.

Análise de Black e Scholes (1973) produziu um modelo de avaliação do patrimônio e da dívida da empresa, que analisa o aumento do valor da empresa em relação aos ativos, ao tempo de pagamento da dívida, cobertura das dívidas, taxas de juros e que pode aumentar ou reduzir o valor patrimonial da empresa (JENSEN; SMITH, 1984).

3.6.3 Teoria dos stakeholders

A teoria dos stakeholders possui origens no tripé: sociologia, comportamento organizacional e administração e o termo foi criado em 1963 em um memorando interno do Stanford Research Institute – SRI. (DONALDSON; PRESTON, 1995)

De acordo com Freeman (1984) stakeholders são grupos ou pessoas que possuem direito ou interesse sobre a organização. Mediante a esta definição, Freeman e Mcvea (2000) dizem que adotar a teoria dos stakeholders significa que as empresas precisam implantar processos que satisfaçam todos os grupos interessados em uma empresa, sendo assim, é necessário que uma organização entenda os desejos dos acionistas, clientes, fornecedores, funcionários, credores entre outros, de forma que possa suprir todas as necessidades existentes dos envolvidos.

3.7 Período de 1970 a 1979

A década de 70 foi marcada por diversas crises, entre elas está a forte recessão sentida pelos EUA após o elevado crescimento pós-guerra. Além disso, em 1973 foi o início de uma forte crise mundial do petróleo que afetou diversos países (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006).

De acordo com Saito, Savoia e Famá (2006), a crise da bolsa de Nova York em 1974 também marcou a década por aflorar as preocupações com os riscos dos investidores. Nos estudos de Faria (1999), a década de 70 foi marcada pela crise monetária que gerou o desgaste do dólar como moeda-reserva internacional, desenvolvendo a flutuação cambial e a abertura do mercado para países emergentes.

Em paralelo, o conhecido choque do petróleo, proporcionou o aumento imediato dos produtos, gerando desequilíbrio comercial por reduzir a lucratividade, aumento da inflação e estagnação do crescimento econômico (FARIA, 1999). De forma complementar, Filgueiras (2006) mostrou que a crise diminuiu a produtividade, aumentou os déficits públicos e o desemprego. Um resumo destes fatos, podem ser vistos no quadro 8.

Quadro 8 - Histórico da década de 70

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 70	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Avanço da tecnologia ▪ Fim do Acordo de Bretton Woods ▪ Crise na Bolsa de Valores nos Estados Unidos (1974) ▪ Choque do Petróleo 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valorização das teorias de Markowitz, Tobin e Sharpe. ▪ Utilização do CAPM e dos conceitos de risco sistemático e não sistemático ▪ Importância da Teoria da Eficiência de Mercado

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996)

Diante deste contexto, as teorias de Markowitz, Tobin e Sharpe tornaram-se bastante relevantes no âmbito financeiro devido a necessidade de se mitigar os riscos para voltar a crescer, além disso, modelos de custo como o CAPM e a teoria de mercado eficiente de Eugene Fama ganharam destaque em meio as crises econômicas. (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006).

3.7.1 Teoria da Agência

Desde a metade da década de 70, os estudos sobre gestão começaram a se preocupar mais com os conflitos existentes nas empresas (CHANLAT et al, 1996). A partir do estudo inicial de Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência tem sido motivo de discussão em vários âmbitos organizacionais.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é um contrato em que o(s) proprietário(s) denominado como principal, contrata um terceiro conhecido como agente, para executar alguma função que envolve a delegação e autonomia para a tomada de decisões. Ao criarem essa ligação, os lados possuem interesses próprios que no geral é o de maximizar o lucro, sendo assim, inicia-se a possibilidade de conflito de interesses.

Os principais conflitos de agência que podem acontecer são: (1) Entre os acionistas e os administradores – Nesta relação, os gestores devem atender aos interesses dos acionistas, entretanto, nem sempre isso acontece o que pode ocasionar um conflito de interesse. Os acionistas podem minimizar esse conflito deixando claro a possibilidade de demissão ou sanções administrativas caso ocorra algo fora dos objetivos. (2) Entre os acionistas e os credores – Nesta relação, os credores são os agentes que emprestam recursos financeiros para as empresas em troca de taxas de risco. Entretanto, o conflito pode ocorrer caso a organização decida investir em ativos mais arriscados do que os previstos pelo credor, fazendo com que o risco aumente sem anuência do credor. Neste sentido, caso o investimento dê certo a organização e seus acionistas são os únicos beneficiados uma vez que a taxa da credora é fixa, e caso dê errado, o credor e a empresa partilham as perdas (WESTON; BRIGHAM, 2004)

Ao avaliar este cenário existente nas organizações, no intuito de eliminar ou pelo menos minimizar os conflitos, os denominados custos de agência. Para Jensen e Meckling (1976) os custos podem ser classificados em: **(1) Custos de controle** – Despesas do principal para garantir que o agente atue em prol dos interesses dos acionistas, **(2) Custos de obrigação** – são despesas que o principal assume para o

agente para mostrar que suas decisões são do interesse de ambos e **(3) Custos residuais** – trata da noção de custos de oportunidade, que serve como parâmetro para não exagerar no controle de forma que este curso não seja maior que o ganho gerado pelo controle.

3.8 Período de 1980 a 1989

A década de 80 a foi influenciada pelos déficits orçamentários e pelas crescentes taxas de juros (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006). O quadro 9 apresenta o contexto histórico e os principais eventos que marcaram a época.

A alta volatilidade das taxas de juros dos empréstimos concedidos a países em desenvolvimento acarretou a moratória de muitos deles inclusive Brasil em 1987 (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006). No Brasil o episódio econômico foi marcado pela crise e má gestão de dinheiro captado no exterior, e que proporcionou perda no crescimento econômico brasileiro por uma década inteira, sendo considerada a década perdida.

Quadro 9 - Histórico da década de 80

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 80	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Moratória dos Países em Desenvolvimento ▪ Desintermediação Financeira ▪ Queda da Bolsa de Nova York ▪ Acordo da Basiléia 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cresce o interesse pela Formúla de Black e Sholes ▪ Desenvolvimento de Estratégias para minimizar os riscos

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996)

A década de 80 deu início a desintermediação financeira, ou seja, a prática que transforma dívidas e títulos de crédito em títulos que podem ser vendidos a investidores. Neste contexto, os países exportadores de petróleo buscaram reaver os seus capitais dificultando o mercado das financeiras, o que proporcionou o aumento dos estudos sobre mercado futuro e potencializou a importância das estratégias de hedging (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006).

3.9 Período de 1990 a 1999

A década de 90 foi marcada pela intensificação da globalização da produção, iniciada pelos países na década de 70, porém, intensificada a partir da década de 90, o que representou uma mudança grande na cultura dos países, devido a: (1) a intervenção deixou de ser somente nacional e passou a ser mundial e (2) a alteração nas culturas internas das organizacionais devido ao benchmarking realizado com empresas do mundo todo (PINTO; IOOTTY, 2005).

No final de 1989 e início da década de 90, a América Latina sentiu os efeitos do conhecido consenso de Washington realizado nos Estados Unidos que propôs diretrizes que reduziram o poder do Estado e o maximizaram a abertura de importações e a entrada de capitais de risco em nome da soberania do mercado auto regulável (BATISTA, 1994).

Neste contexto, a globalização aumentou o volume de transações financeiras e o nível de risco que as empresas estão expostas. Um resumo sobre o contexto e as preocupações emergentes nesta década estão no quadro 10.

Quadro 10 - Histórico da década de 90

Período	Contexto	Preocupação de Finanças
Década de 90	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Globalização. ▪ Interdependência maior entre as economias. ▪ Reformulação do Acordo da Basileia (1998). ▪ Escândalos contábeis nos Estados Unidos (exemplos: Casos Enron, Tyco, WordCom). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Utilização de estratégias de hedging. ▪ Atenção para o risco sistêmico. ▪ Preocupação com a ideia de geração de valor. ▪ Governança Corporativa. ▪ Responsabilidade social e ambiental. ▪ Discussão da Ética Empresarial em Finanças ▪ Finanças Comportamentais

Fonte: Adaptado de FAMÁ e GALDÃO (1996)

Todo este contexto propiciou um aumento no volume de estudos sobre os modelos de avaliação de risco, com o intuito de sistematizar o processo decisório das empresas e subsidiar as decisões de investimento /em termos de risco e retorno (ASSAF NETO, 2003).

De acordo com Krauter e Famá (2005), em 1996 aumenta a preocupação com a criação de valor e o uso do EVA (Economic Value Added) para mensuração disto. Em paralelo, aumenta o uso do método de custeio ABC no intuito de enxugar as empresas e ao final da década de 90 as crises econômicas se proliferam em vários países. Em suma foi uma década preocupada com a ética empresarial, responsabilidade social, riscos sistêmicos e com a Governança corporativa necessária devido, entre outras coisas, ao crescimento territorial das empresas.

Na década de 90, iniciou o interesse em finanças comportamentais. Os autores Shleifer e Summers (1990) foram os primeiros a propor os limites à arbitragem e a psicologia que são bases para a abordagem de finanças comportamentais. De acordo com Yoshinaga et al (2008), as finanças comportamentais trazem a ideia de que em uma economia há agentes racionais e irracionais que interagem, e tal fato pode influenciar significativamente os preços dos ativos. Ainda segundo Yoshinaga et al (2008), há diversos estudos que questionam as teorias financeiras tradicionais por não considerarem que as pessoas possuem racionalidade limitada e não conseguem tomar sempre as melhores decisões sempre.

3.10 Século XXI aos dias atuais

O Século XXI elevou a preocupação com a governança corporativa e evidenciou a importância da clareza e transparência das informações para se manter no mercado e minimizar os custos de agência. (SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006).

Ao se avaliar os estudos realizados na área, de acordo com um levantamento de Leal, Almeida e Bortolon (2013), grande parte das pesquisas entre 2000 e 2010 estão em finanças corporativas e gestão de investimentos com o foco em análises de ações em bolsa, cuja a explicação está no fácil acesso aos dados devido a evolução do mercado de capitais que proporcionou maior transparência das informações.

4. Análise da evolução histórica

Com os diversos estudos apresentados neste artigo foi possível verificar que os modelos financeiros vão surgimento a medida em que o mercado sente a necessidade, em geral, mediante a fatos econômicos que mudam a dinâmica das empresas e dos stakeholders.

O início do século foi marcado pela necessidade de conhecer a melhor estrutura de capital, ao iniciar a década de 30, o foco principal tornou-se a liquidez enquanto que na década de 40 surgiram diversos estudos sobre financiamento.

Somente a partir da década de 50 a administração interna tornou-se um objeto de estudo relevante, sendo assim, iniciou-se diversos estudos que envolvem técnicas e métodos estatísticos para resolver problemas financeiros que até então eram decididos sem muita sistematização ou embasamento. A década de 50 é conhecida por ter iniciado as finanças modernas, tais como: (1) Teoria do portfólio, (2) Teoria dos Mercados Eficientes, (3) Teoria da estrutura de capital, (4) Teoria baseada em valor, (5) Teoria da precificação de ativos, (6) Teoria de Opções, (7) Teoria dos Stakeholders e (8) Teoria da Agência, todos apresentados brevemente neste artigo.

Devido ao avanço da tecnologia, os modelos matemáticos tornaram-se poderosas aliadas para simplificar a complexidade existente nos mercados econômicos. Além disso, as finanças comportamentais têm ganhado espaço por humanizar as decisões que até então eram encaradas como racionais por diversas teorias financeiras tradicionais.

5. Considerações Finais

Este artigo teve como objetivo principal realizar um estudo bibliométrico para conhecer as diversas fases da função financeira, bem como os pilares teóricos que norteiam os estudos de diversos pesquisadores até hoje.

O fim do século XX foi marcado pela acelerada mudança nos âmbitos econômicos, sociais e políticos. A globalização econômica ganhou força na década de 90 em detrimento das diversas crises que ocorreram, mas também pelo avanço tecnológico que permitiu com que as empresas começassem a operar no mundo todo.

Até o início da década de 80, as teorias financeiras eram fortemente subsidias pelo pensamento racional das decisões com o objetivo de maximizar lucro. Entretanto, com os diversos estudos levantados neste artigo, é possível notar que a partir da década de 90, as finanças comportamentais ganharam espaço por considerar que as pessoas não conseguem ser unicamente racionais, portanto, é necessário compreender a psicologia que envolve a tomada de decisões.

O avanço tecnológico proporcionou ferramentas para operacionalizar modelos estatísticos, entretanto, é necessário que se aprofunde os estudos sobre os comportamentos irracionais que envolvem o processo decisório.

Este estudo mostra a importância da evolução do conhecimento financeiro para que os analistas e administradores gerenciem os fundos, em total atenção aos fatores macroeconômicos, tais como: a inflação, a concorrência, a ética, a transparência das informações, as boas práticas de governança corporativa, aos avanços tecnológicos e as questões ambientais e sociais, que afetam diretamente o valor de mercado das corporações.

Como estudos futuros, sugere-se a realização de projeções futurísticas sobre a evolução do conhecimento da área financeira no mercado.

6. Referências

ANGONESE, R.; SANTOS, P. S. A. dos. LAVARDA, C. E. F. Valor Econômico Agregado (VEA) e estrutura de capital em empresas do IBRX 100. **ConTexto: Revista do Núcleo de Estudos e Pesquisas em Contabilidade**, Porto Alegre, v. 11, n. 20, p. 7-17, 2º semestre de 2011.

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, Ed. Atlas, 2003.

BATISTA, P. N. O Consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos. **Caderno Dívida Externa**, nº 6, São Paulo, 1994.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. **Journal of Political Economy**, p.637-654, 1973.

CALDAS, M. P.; WOOD Jr., T. Inovações gerenciais em ambiente turbulentos. In WOOD JR. T. **Mudança Organizacional: aprofundando temas atuais em administração de empresas**. São Paulo: Atlas, 1995.

CHANLAT, J. F. et al. **O indivíduo na organização**. São Paulo: Atlas, 1996.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 3rd ed. New York: John Wiley, 2000.

DIMSON, E.; MUSSAVIAN, M. Three Centuries of Assets Pricing. **Journal of Banking e Finance**, 23, 1999.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**. v.20, n.1, 1995.

FAMÁ, R.; GALDÃO, A. A função financeira: uma análise esquemática de sua evolução. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 1, 1996, São Paulo. **Anais...**

FARIA, J. E. **O direito na economia globalizada**. São Paulo: Malheiros, 1999.

FERREIRA, N. S. de A. **As pesquisas denominadas “estado da arte. Educação e Sociedade**. São Paulo, Nº 79, p. 257-272, agosto, 2002.

- FREEMAN, R. E. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. **A stakeholder approach to strategic management**. In: HITT, M.; FREEMAN, E.; HARRISON, J. **Handbook of strategic management**. Oxford: Blackwell Publishing, p. 189-207, 2000.
- FILGUEIRAS, L. A. M. **História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições**. 3ª. ed. São Paulo: Boitempo, 2006.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- JENSEN M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: **Journal of Financial Economics**. p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; SMITH, C. W., The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. In JENSEN, M. C.; SMITH, C.W., editors, **The modern theory of corporate finance**. New York: McGraw-Hill Inc., p. 2-20, 1984.
- KRAUTER, E.; FAMÁ R. Um estudo sobre a evolução da função financeira da empresa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – Semead, 8; 2005, São Paulo. **Anais...**
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos metodologia científica**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- LEAL, R.P.C; ALMEIDA, V. S.; BORTOLON, P. M. Produção científica brasileira em finanças no período 2000-2010. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo , v. 53, N. 1, p. 46-55, 2013.
- LEMES JUNIOR, A. B.; CHEROBIM, A. P. M. S.; RIGO, C. M. **Administração Financeira: Princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v.7, N.1, p. 77-91, 1952.
- MARKOWITZ, H. M. The early history of portfolio theory:1600-1960. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 4, p. 5–16, 1999.
- MERTON, R. C. Influence of mathematical models in finance on practice: past, present and future. **Financial Practice & Education**, p. 7-15, 1995.
- 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.
- PINTO JR., H. Q.; IOOTTY, M. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 439-453, 2005.
- SAITO, A.T., SAVOIA, J.R.F. e FAMÁ, R. A Evolução Da Função Financeira. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. especial, p. 31-44, 2006.
- SHARPE, N. F. Capital Asset Prices: a Theory pf Market Equilibrium under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, v. 196, n. 3, p. 425-442, 1964.
- SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. The noise trader approach to finance. **Journal of Economic Perspectives**. 4:2, p19-33, 1990.

TREYNOR, J. L. **Toward a theory of the market value of risky assets**. Manuscrito não publicado, 1961.

WESTON, J. F. **Finanças de empresas**. São Paulo: Atlas, 1975.

WESTON, J. F., BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2004.

YOSHINAGA, C. E. et al. Finanças comportamentais: uma introdução. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 25-35, jul./set. 2008.

ZANINI, F. A. M.; FIGUEIREDO, A. C. As teorias de carteira de Markowitz e de Sharpe: uma aplicação no mercado brasileiro de ações entre julho/95 e junho/2000. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 6, n. 2, p. 37-64, 2005.