

A Moderna Teoria Financeira: origem, evolução e importância na atualidade

Alonso Luiz Luiz Pereira

Resumo: Este artigo tem por objetivo apresentar a origem, evolução e importância da Moderna Teoria Financeira para o mercado financeiro, assim como as teorias que a sustentam e a influência que estas exercem no mercado financeiro na atualidade. A metodologia utilizada na pesquisa foi a pesquisa bibliográfica, desde os estudos relacionados à Teoria do Jogos que antecederam a Moderna Teoria Financeira, passando pelo arcabouço de ideias e teorias que a sustentam, até a regulação e a autoregulação do mercado financeiro na atualidade. Com o surgimento das teorias que originaram a Moderna Teoria Financeira, diversos temas como a racionalidade, seleção de carteiras, irrelevância de dividendos, tributação e eficiência do mercado financeiro foram estudados, apresentados e reavaliados ao longo dos anos. A criação do valor de mercado é, sem dúvida, o principal objetivo das empresas e, nesse aspecto, entender o mercado financeiro é de fundamental importância. O mundo financeiro vem se transformando rapidamente com a regulação e autoregulação do mercado financeiro. Nesse contexto, certamente a Moderna Teoria Financeira consiste em um instrumento facilitador da gestão e alocação de recursos, oferecendo soluções alternativas, o que vem crescendo de importância desde o seu surgimento. Como resultado, verifica-se que a importância da Moderna Teoria Financeira na atualidade consiste no conjunto de teorias e ideias que permitiram a regulação e a autoregulação, as quais garantem a confiabilidade, eficiência e competitividade em todos os segmentos do mercado financeiro.

Palavras - chaves: Racionalidade; Investimentos; Eficiência de mercado; Regulação; Autoregulação.

Abstract: This article aims to present the origin, evolution and importance of the Modern Financial Theory to the financial market, as well as the theories that sustain it and the influence they exert in the financial market today. The methodology used in the research was the bibliographical research, from the studies related to the Theory of the Games that preceded the Modern Financial Theory, passing through the framework of ideas and theories that support it, to the regulation and the self-regulation of the financial market in the present time. With the emergence of the theories that originated the Modern Financial Theory, several themes such as rationality, portfolio selection, dividend irrelevance, taxation and financial market efficiency were studied, presented and reevaluated over the years. The creation of market value is undoubtedly the main objective of companies and, in this regard, understanding the financial market is of fundamental importance. The financial world has been transforming itself swiftly with the regulation and self-regulation of the financial market. In this context, Moderna Financial Theory is certainly an instrument that facilitates the management and allocation of resources, offering alternative solutions, which has been growing since its inception. As a result, the importance of Modern Financial Theory nowadays consists of a set of theories and ideas that have allowed for regulation and self-regulation, which guarantee reliability, efficiency and competitiveness in all segments of the financial market.

Key words: Rationality; Investments; Market efficiency; Regulation; Autoregulation.

Introdução

Este artigo tem por objetivo apresentar a origem, evolução e importância atual da Moderna Teoria Financeira, assim como as teorias que a sustentam e a influência que estas exercem no mercado financeiro na atualidade. Com o surgimento das teorias que originaram a Moderna Teoria Financeira, diversos temas como a racionalidade, seleção de carteiras, irrelevância de dividendos, tributação e eficiência do mercado financeiro foram estudados, apresentados e reavaliados ao longo dos anos.

As empresas estão se adequando às novas condições mercadológicas e precisam agir rapidamente, adotando estratégias com base numa visão global do mercado em vários aspectos. Para que isso ocorra, é necessário ter uma mentalidade globalizada, sendo esse o maior desafio dos gestores que terão que conquistar a confiança dos investidores, acionistas, governos, parceiros e consumidores, e principalmente, atingir os resultados esperados na geração de valor.

A criação do valor de mercado é, sem dúvida, o principal objetivo das empresas e, nesse aspecto, entender o mercado financeiro é de fundamental importância. O mundo financeiro vem se transformando rapidamente com a regulação e autoregulação do mercado financeiro, no qual estão contidas as diversas segmentações de mercado, quais sejam: monetário, de capitais, de câmbio, de derivativos, entre outros. Hoje as riquezas são globais e a teoria das finanças, como sempre, buscará soluções práticas para as questões financeiras.

A teoria financeira tende a preocupar-se com os preços dos ativos, buscando analisar os fluxos de caixa futuro e fatores de desconto, uma vez que a observação apenas do fluxo de caixa pode refletir apenas instabilidades comuns e não uma integração. Dessa forma, nota-se que as mudanças no mercado financeiro ocorrerão rapidamente, sendo que muitas questões serão levantadas em relação ao papel dos diversos atores que atuam neste mercado. Nesse contexto, certamente a Moderna Teoria Financeira consiste em um instrumento facilitador da gestão e alocação de recursos oferecendo soluções alternativas assim como vem ocorrendo desde o início do seu surgimento.

A Teoria dos Jogos de Von Neumann e Morgenstern, trabalho publicado no artigo *Theory of Games and Economic Behavior*, em 1944, influenciou fortemente o pressuposto de que os agentes econômicos são racionais e os mercados eficientes. Von Neuman e Morgenstern são seguidores do modelo clássico de racionalidade, o qual pressupõe que a medição sempre prevalece sobre a intuição, que pessoas racionais fazem escolhas baseadas em informações e não na emoção, costume ou o hábito.

Eles observaram que no jogo da vida, bem como em jogos sociais os jogadores são frequentemente chamados a escolher entre alternativas para as quais as probabilidades estão ligadas em vez de certezas. Os autores mostram que, se um jogador sempre pode organizar tais alternativas fortuitas na ordem de sua preferência, em seguida, é possível atribuir a cada alternativa um número ou utilidade numérica que exprime o grau de preferência do jogador ou uma alternativa.

Assim, a Teoria dos Jogos fortaleceu o pressuposto do comportamento econômico racional e o da racionalidade na tomada de decisões, estimulando nas

décadas de 1950 e 1960 esforços para ampliar o estudo da racionalidade, principalmente na economia e nas finanças.

De acordo com Bernstein (2008) todo o fardo de ideias, modelos e conceitos incorporados à estrutura das finanças modernas, constituiu-se entre 1952 a 1972, originando a Moderna Teoria Financeira. Atualmente, diversas ferramentas são disponibilizadas aos investidores visando maximizar o retorno de suas aplicações para determinado nível de risco desejado, ou para minimizar o risco para determinado retorno esperado.

Segundo Castro Junior e Famá (2002), os trabalhos surgidos nesse período são até hoje famosos e adotados como modelos mais aceitos, indiscutivelmente marcantes para os estudos sobre finanças, uma vez que esclareceram pontos importantes, e, mesmo sujeitos às críticas que acabaram recebendo, foram os que melhor explicaram os fenômenos a que se propuseram discutir, influenciando o mercado financeiro na atualidade.

2 A Teoria do *Portfólio*

Em 1952, Harry Markowitz publicou no *Journal of Finance* um artigo chamado *Portfólio Selection*. Seu artigo mudou completamente a forma de se pensar a gestão de carteiras e as finanças modernas. A grande influência de seu trabalho rendeu a Markowitz o Prêmio Nobel de Ciência Econômica, no ano de 1990.

Segundo Bernstein (1997), a metodologia de Markowitz é uma síntese das Teorias das Probabilidades, da Amostragem, da Curva de Sino e Dispersão ao Redor da Média, da Regressão à Média e da Teoria de Utilidade. O principal objetivo de Markowitz com a *Teoria do Portfólio* foi utilizar a noção de risco para formar carteiras para investidores que considerem o retorno como algo desejável e a variância do retorno como algo indesejável, como demonstra no início do artigo *Portfolio Selection*:

O processo de selecionar um *portfólio* pode ser dividido em dois estágios. O primeiro estágio se inicia com a observação e a experiência do investidor e termina com as crenças sobre o desempenho futuro das ações disponíveis para investimento. O segundo estágio começa com as crenças relevantes sobre o desempenho futuro e acaba com a escolha do portfólio propriamente dito. Este artigo está preocupado com o segundo estágio. (MARKOWITZ, 1952, p. 77, tradução nossa).

A *Teoria do Portfólio* postula que, todos os investimentos podem ser reduzidos ao binômio risco-retorno e, que o risco é minimizado pela diversificação. Segundo Sharpe, Alexander e Bayley (1998), as principais premissas adotadas por Markowitz são:

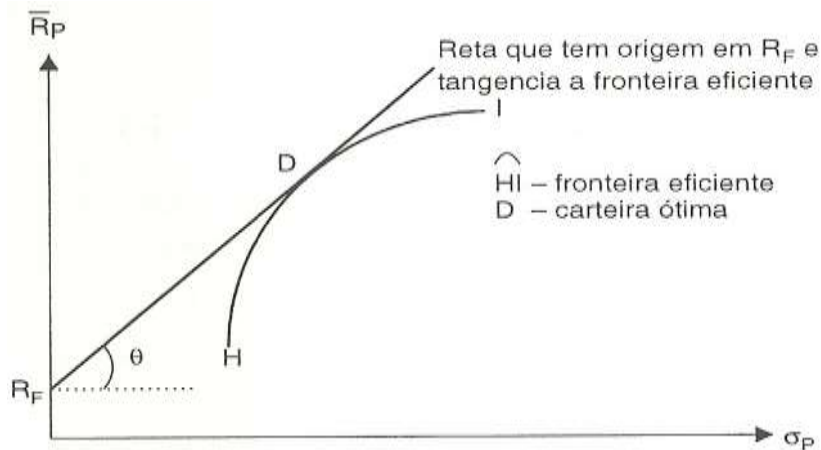
1. Os investidores avaliam *portfólios* apenas com base no valor esperado e na variância (ou desvio-padrão) das taxas de retorno sobre o horizonte de um período;
2. Os investidores nunca estão satisfeitos. Quando postos a escolher entre dois *portfólios* de mesmo risco, sempre escolherão o de maior retorno;
3. Os investidores são avessos ao risco. Quando postos a escolher entre dois *portfólios* de mesmo retorno, sempre escolherão o de menor risco;
4. Os ativos individuais são infinitamente divisíveis, significando que um investidor pode comprar a fração da ação, se assim desejar;
5. Existe uma taxa livre de risco, na qual um investidor pode tanto emprestar quanto tomar emprestado;

6. Os custos de transação e impostos são irrelevantes; e
7. Os investidores estão de acordo quanto à distribuição de probabilidades das taxas de retorno dos ativos, o que assegura a existência de um único conjunto de carteiras eficientes.

Segundo Sá (1999), na análise de títulos individuais, a metodologia de Markowitz exige que se construa a distribuição de probabilidades do retorno esperado de cada título para um período de tempo, na qual é possível extrair o retorno esperado e o risco do investimento, que são os elementos indispensáveis à aplicação da teoria de seleção de carteiras.

Assim, ao estudar como se comporta o retorno esperado (R_p) e o risco (σ_p) de uma combinação de títulos, é possível determinar um conjunto de carteiras que formam a fronteira eficiente. Fazendo todas as possíveis composições de ativos e escolhendo os melhores pelo critério de média e variância, é possível definir a curva que tangencia a reta que tem origem a partir do retorno livre de risco (R_f), conforme figura 1.

Figura 1 - Fronteira eficiente de Markowitz



Fonte: Sá (1999, p. 314).

Para Reilly e Norton (2008), na *Teoria do Portfólio*, o retorno esperado de um investimento é a média ponderada esperada de todos os retornos que compõe a carteira e o risco da carteira é a dispersão de seus retornos em relação ao seu retorno esperado. Entretanto, Markowitz sugere que a variação dos retornos de investimentos individuais pode reduzir a dispersão dos retornos de um *portfólio* de investimento.

Contudo, o risco do *portfólio* é uma função do grau de variação do retorno do título individual comparado com o retorno do *portfólio*. Essa função é chamada de covariância e implica na redução do risco através da diversificação dos investimentos.

Segundo Bernstein (2008, p. 120), “o trabalho de Markowitz sobre seleção de *portfólio* foi o fundamental de tudo que se seguiu em teoria das finanças, e do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros em especial”. Para o autor, o trabalho de Markowitz constitui-se no marco da Moderna Teoria Financeira, cujo modelo ao ser simplificado originou o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), muito usado em mercados que atendam aos critérios de integração e diversificação.

Para Megliorini e Vallim (2009), a grande contribuição de Markowitz foi explicar porque os investidores, mesmo sendo avessos ao risco, não aplicam todos os seus recursos em apenas um ativo que oferece o maior retorno, mas em carteiras diversificadas, a fim de diminuir o grau de risco do investimento.

3 A Teoria de Investimentos e de Irrelevância dos Dividendos

Em 1958, Modigliani e Miller (M&M) publicaram o artigo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, no qual abordam o que é o custo de capital de uma empresa em um mundo em que os fundos são usados para adquirir ativos cujos rendimentos são incertos, discutem a questão do custo de capital, a Teoria de Investimentos e afirmam:

Só recentemente os economistas começaram a encarar a sério o problema do custo e risco de capital. No processo, eles descobriram seus interesses e esforços que se fundem com as do especialista em finanças e economista gerencial que viveram com o problema mais e mais intimamente [...]. Nessa busca conjunta para estabelecer os princípios que regem o investimento racional e política financeira em um mundo de incerteza duas principais linhas de ataque pode ser discernido. Estas linhas constituem, com efeito, as tentativas de extrapolar para o mundo de incerteza cada um dos dois critérios de maximização do lucro e valor de mercado de maximização, que foram vistos como tendo implicações equivalentes no caso especial de certeza. Com o reconhecimento da incerteza esta equivalência desaparece. (MODIGLIANI; MILLER, 1958, p. 263, tradução nossa).

A Teoria de Irrelevância dos Dividendos foi formulada em um artigo publicado em 1961, intitulado *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. Os autores iniciam o artigo primeiramente examinando o efeito das diferenças na política de dividendos nos preços correntes de ações. Em uma economia ideal, caracterizada por um mercado de capital perfeito, comportamento racional e perfeita certeza (MODIGLIANI; MILLER, 1961).

Em seguida, discorrem sobre o que os investidores realmente capitalizam quando eles compram ações; relação entre preço, taxa de crescimento de lucros e taxa de crescimento de dividendo por ações. Adiante, estabelecem o pressuposto de certeza e esclarecem o porquê das primeiras conclusões sobre a política de dividendos. Finalizam, examinando as implicações do problema da política de dividendos em certos tipos de imperfeições no mercado (MODIGLIANI; MILLER, 1961).

O principal argumento que fundamenta o artigo é afirmação dos autores de que uma política de dividendos não tem efeito algum tanto nos preços das ações, quanto no custo de capital, sendo dessa forma irrelevante. O valor da empresa é determinado pela capacidade de seus ativos gerarem lucros e fluxos de caixa positivos e pelo risco do negócio. Afirmam também que, em determinadas condições específicas, os investidores são indiferentes quanto a receber retorno de suas ações, seja por dividendos, quanto por ganhos de capital.

Contudo, afirmam que em condições e premissas específicas, se uma empresa paga dividendos maiores, deve vender mais ações a novos investidores. E dessa forma o novo valor da empresa, será exatamente igual ao valor pago de dividendos. De acordo com Copeland e Weston (apud MATIAS, 2007), as premissas e condições específicas, segundo Modigliani e Miller, são:

1. Não há impostos ou corretagens, tanto de empresas quanto de pessoas físicas;
2. Não existe custo de transação;
3. Os investidores são indiferentes aos dividendos e ganhos de capital;

4. Todos possuem as mesmas informações; e
5. A política de investimento da empresa é independente da política de dividendos, não sendo alterada por mudanças nesta.

Em síntese, os autores argumentam com as premissas acima que uma política de dividendos é irrelevante, pois, segundo eles, uma empresa não pode alterar o valor total de seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital.

A abordagem do risco que prevalece nos investimentos foi a principal contribuição dos trabalhos destes autores para a Moderna Teoria Financeira, pois o risco é um componente fundamental nos investimentos e, conseqüentemente, nos custos de capital, pois independente do grau de eficiência, os resultados e comportamento do mercado são aleatórios e imprevisíveis (*random walk*).

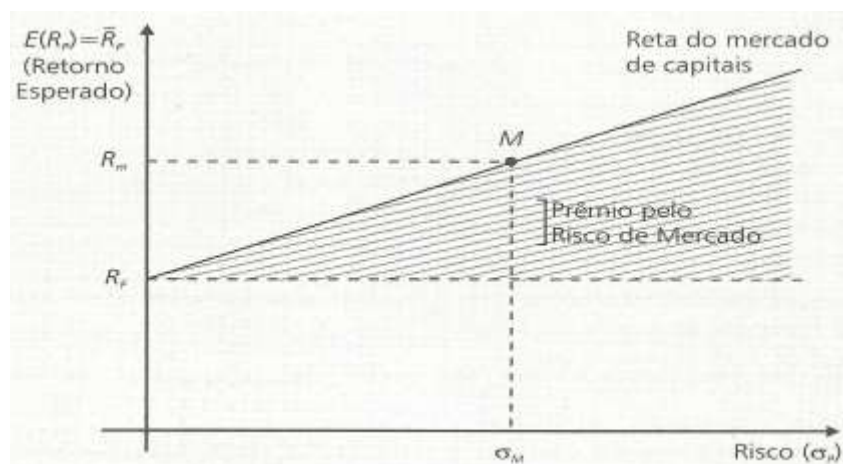
4 A Teoria do Modelo de Preços de Ativos de Capital (CAPM)

O CAPM, *Capital Asset Price Model*, surgiu após a publicação no *Journal of Finance* do artigo de William Sharpe (1964) intitulado *Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*. Esta teoria é baseada na maneira como as ações são precificadas em relação ao seu risco.

É fundamentada no pressuposto de que, todos os investidores empregam a Teoria do *Portfólio* de Markowitz, para encontrar *portfólios* na fronteira eficiente e dependendo da aversão ao risco de cada indivíduo, cada um investe em um dos *portfólios* da fronteira eficiente.

Sendo assim, todos os ativos deveriam estar dispostos sobre uma linha reta num gráfico (Risco x Retorno), denominada como Linha de Mercado de Títulos (LMT) ou *Security Market Line (SML)*, uma linha reta que cruza o eixo do retorno esperado (R_p) no ponto chamado *Risk Free (Rf)*, conforme figura 2.

Figura 2 - Linha de Mercado de Títulos



Fonte: Assaf Neto (2011, p. 264)

Considerado por Megliorini e Vallim (2009) uma simplificação da Teoria do *Portfólio* de Markowitz, o CAPM mostra que as taxas de retorno em equilíbrio dos ativos de risco são uma função de suas covariâncias com a carteira de mercado. O modelo assume alguns pressupostos, que são justamente os responsáveis pelas críticas que recebe.

Segundo Reilly e Norton (2008), os principais pressupostos subjacentes ao

desenvolvimento da teoria de mercado de capitais advindos do modelo de carteiras com alguns acréscimos, cujo produto final é a Teoria do Modelo de Preços de Ativos de Capital (CAPM), são os seguintes:

1. Os investidores são eficientes e a seleção de carteiras dependerá da função utilidade em relação ao risco retorno;
2. É possível aplicar e captar fundos à taxa livre de risco em quantidades ilimitadas;
3. Todos os investidores têm expectativas homogêneas em relação aos retornos;
4. Os investidores têm o mesmo horizonte de tempo;
5. Os ativos são infinitamente divisíveis;
6. Não há impostos ou custos de transação na compra e venda de ativos;
7. Não há inflação ou esta é previsível e não há variações nas taxas de juros; e
8. Os mercados de capitais estão sempre em equilíbrio.

Contudo, ainda segundo os autores, apesar das críticas aos pressupostos, a relativização de alguns deles não invalida o modelo e as teorias não devem ser julgadas pelas suas hipóteses, mas sim pela explicação e previsão do comportamento do mundo real, questões atendidas pelo CAPM, embora cada mercado tenha as suas especificidades. Segundo Megliorini e Vallim (2009), o pressuposto básico para a utilização do CAPM é que os mercados estejam globalmente integrados e os retornos dos títulos sejam normalmente distribuídos.

Ainda segundo Megliorini e Vallim (2009), em países em que os investidores sejam diversificados e os mercados integrados, o CAPM é amplamente utilizado, sofrendo limitações em mercados emergentes, como é o caso do Brasil, em que os títulos públicos carregam altas taxas de juros e não são totalmente livres de riscos, não existem séries históricas e a taxa livre de risco, devido à inflação e o cálculo do Índice Bovespa são considerados por muitos não representativos do risco do mercado de capitais no Brasil.

Porém, este conceito é frágil, considerando a situação de países, como a Irlanda, Portugal, Espanha e Grécia que, devido à fragilidade de suas economias e à crise financeira presente nestes países recentemente, fazem com que o modelo sofra restrições na sua aplicabilidade, mesmo em mercados desenvolvidos, pois é dependente de pressupostos nem sempre presentes em uma economia.

5 A Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME)

Um dos pilares centrais da Moderna Teoria Financeira, e certamente um dos mais controversos desde sua formulação, a *Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes* tem sido matéria de inúmeros estudos visando a sua comprovação ou rejeição.

Em 1970, Fama publicou um artigo denominado *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*, no qual discorre sobre a eficiência do mercado de capitais, trabalho pioneiro sobre o assunto e uma das grandes contribuições à Moderna Teoria Financeira.

Para Fama (1970), um mercado eficiente é caracterizado pela inexistência de custos de transação em negociação de títulos; disponibilização para os participantes do mercado de todas as informações com isenção de custos e existência de expectativa homogênea com relação aos retornos futuros de cada título. Embora tais condições possam parecer pouco reais e dificilmente praticadas, são consideradas suficientes, embora não indispensáveis para a eficiência de um mercado. Mesmo custos elevados de transação não impedem o ajuste de preços às novas informações.

Após a publicação de seu artigo de 1970, Fama publicou o artigo *Efficient Capital Markets II*, no ano de 1991, no qual apresentou uma nova avaliação da hipótese de mercado eficiente, definindo-a “pela simples afirmação de que ela implica em uma situação em que os preços dos títulos revelam inteiramente todas as informações disponíveis” (FAMA, 1991, p. 1.575).

Analisando as principais pesquisas empíricas desenvolvidas neste período, Fama reconhece que novos testes rejeitam a antiga visão dos retornos constantes, implícita na visão dos mercados eficientes, que pareciam funcionar adequadamente, quando da realização dos trabalhos iniciais.

Atualmente, na definição clássica dessa hipótese, Bodie, Kane e Marcus (2010), definem mercado financeiro eficiente como aquele em que o preço dos ativos negociados sempre reflete inteiramente as informações disponíveis sobre os mesmos, corroborando a afirmação de Fama sobre a definição de mercado eficiente.

Para Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 393), “em um mercado eficiente, os investidores obtêm aquilo que eles pagam ao comprar títulos, e as empresas recebem exatamente aquilo que valem suas ações e títulos quando são vendidos”. Desta forma, qualquer investimento em um mercado eficiente, terá o Valor Presente Líquido (VPL) igual a zero, pois não existirá diferença entre o valor de mercado e o custo do investimento. Assim, as flutuações dos preços estariam relacionadas ao fluxo de informações e não à ineficiência dos mercados.

Damodaran (1996) coloca que a eficiência de mercado não exige que haja sempre uma coincidência entre o preço de mercado de um ativo e seu valor real. O que se requer nesse mercado é que os desvios verificados entre os valores sejam aleatórios (*random walk*), apresentando igual probabilidade de um ativo encontrar-se sub ou supervalorizado em qualquer momento e que não se identifique correlação desses ativos com qualquer variável observável.

Nestas condições, nenhum investidor seria capaz de identificar, consistentemente, ativos com preços em desequilíbrio. Contudo, independente do grau de eficiência, os resultados e comportamento do mercado são aleatórios, variando o nível de informação disponível aos investidores.

Segundo Reilly e Norton (2008), existem três versões da hipótese de mercado eficiente. Na hipótese da forma fraca, o preço das ações já refletiria todas as informações sobre o histórico de preços passados, o volume de negociações ou operações a descoberto e a análise de tendência não seria proveitosa. Na hipótese da forma semiforte, além dos preços passados, dados sobre produtos, qualidade da administração, previsões de lucros, dentre outras, estaria disponíveis e refletidos no preço das ações. Na hipótese da forma forte, o preço das ações refletiriam todas as informações relevantes à empresa, incluindo até as disponíveis apenas as pessoas com acesso a dados internos.

A hipótese de mercados eficientes sofreu várias contestações. Para Lima (2003) uma das razões de contestação da Teoria da Hipótese de Mercados Eficientes são as frequentes inovações no sistema financeiro. Quando uma inovação aparece é necessário um tempo razoável para identificar seu efeito nos preços dos ativos. Durante este período de transição, na medida em que mais agentes adotam a inovação, agentes que estão mais familiarizados com ela terão vantagem sobre os retardatários, obtendo lucros pela arbitragem entre os produtos novos e os antigos.

Ainda segundo Lima (2003), existe a possibilidade dos investidores negociarem os seus títulos no mercado secundário, desvinculados de informações e análise fundamentais das empresas que os emitiram, por falta de motivação ou meios de realizar avaliações da rentabilidade, submetendo-se inteiramente as informações do mercado financeiro, mesmo quando as variações ocorridas neste nada têm a ver com as empresas emissoras dos títulos, ficando, portanto, sujeitos à interpretação e assimetria de informações.

Para Bodie, Kane e Marcus (2010), uma crença em mercados eficientes pode paralisar o investidor e fazer que qualquer esforço de pesquisa seja injustificado. Todavia, para os autores, há anomalias que justificam a busca de títulos subprecificados, porém, estratégias de investimentos muito superiores devem ser consideradas com restrições e exigirão do gestor muita diligência, inteligência e criatividade.

6. Regulação e autoregulação do mercado financeiro

Pinheiro (2012, p. 36), define sistema financeiro “como um conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança das unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias”. Assim, o mercado financeiro tem um papel fundamental na economia de um país, garantindo que os fluxos monetários ocorram de forma adequada, acompanhando a dinâmica da economia e permitindo que as atividades produtivas sejam estimuladas e tragam benefícios à coletividade.

A regulação do mercado financeiro é uma necessidade, como forma de garantia de que o fluxo de informações seja acessível a todos os interessados e a assimetria de informações seja reduzida, garantindo que as operações sejam realizadas sem a possibilidade de vantagem para determinadas pessoas, empresas ou grupos. Quanto mais desenvolvido um país, maior a regulação do seu sistema financeiro e maior a eficiência do seu mercado, reduzindo as possibilidades de ganho por especulação ou arbitragem nas operações.

De acordo com Assaf Neto (2011, p. 37), “a necessidade de conhecimento do sistema financeiro é crescente ao longo do tempo, explicada pela importância que exerce na economia o segmento empresarial de um país, como também pela maior complexidade que suas operações vêm apresentando”.

Considerando a dinâmica da economia e a crescente integração dos mercados, o conhecimento do sistema financeiro não se restringe somente a um país, necessitando que o conhecimento seja voltado ao mercado nacional e internacional, pois acontecimentos em um país podem ter reflexos em escala mundial, fazendo com que o sistema financeiro nacional necessite estar integrado globalmente.

A internacionalização da economia tem aumentado a complexidade dos

mercados financeiros e exigindo cada vez mais conhecimentos das pessoas, instituições e governos. Para cumprir as suas funções precípua, um sistema financeiro necessitará de instituições ou intermediários financeiros, mercados financeiros e ativos financeiros, para que possa realizar a intermediação entre os agentes que dispõem de recursos excedentes e os que necessitem de recursos, sendo os agentes deficitários ou superavitários empresas, governos e pessoas.

Segundo Mellagi e Ishikawa (2012, p. 114), “qualquer sistema financeiro está em constante mudança, junto com a evolução da própria economia e seus ciclos”. Para os autores, tais mudanças decorrem, também, de fatores tecnológicos, os quais afetam de forma significativa o sistema, aumentando a velocidade das informações e a escala das operações.

Após diversas crises, a exemplo da Crise do *Subprime* iniciada em 2007, aumentou a regulação e autoregulação do mercado financeiro como forma aumentar a confiabilidade, a eficiência e a competitividade. A regulação visa assegurar um mercado confiável, em que haja uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. A autoregulação objetiva assegurar a eficiência e competitividade, condições consideradas fundamentais para promover a expansão e o desenvolvimento desse mercado.

Para aumentar a eficiência da atividade regulatória, adota-se o sistema de autorregulação para determinadas atividades no mercado financeiro, evitando, assim, a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento. A regulação de autoregulação evita operações financeiras e de ações especulativas, a exemplo de compra e venda de moedas e ações com informações privilegiadas, causando prejuízos aos investidores.

Portanto, o conhecimento do mercado financeiro, suas origens, evoluções e transformações é fundamental para que uma organização possa realizar captar recursos ou realizar investimentos de seus ativos excedentes, de forma segura e sem especulações.

7. Considerações finais

Este artigo teve por objetivo apresentar a origem, a evolução e a importância atual da Moderna Teoria Financeira, assim como as teorias que a sustentam e a influência que estas exercem no mercado financeiro na atualidade, utilizando-se da pesquisa bibliográfica.

A Moderna Teoria Financeira teve sua origem na Teoria dos Jogos, sendo a racionalidade nas decisões o principal legado, fundamental quando se trata de decisões de investimentos. O Mercado Financeiro, atualmente, é regulado e autoregulado, fazendo com que os seus investidores assumam risco cada vez mais mensuráveis e proporcional aos retornos pretendidos. A regulação é realizada por meio de um conjunto de normas para garantia de regras e a autoregulação ocorre por meio de delegação das atividades regulatórias, evitando a centralização.

A Teoria dos Jogos influenciou fortemente o pressuposto de que os agentes econômicos são racionais e os mercados eficientes. Os autores, Von Neuman e Morgenstern, são seguidores do modelo clássico de racionalidade, o qual pressupõe que a medição sempre prevalece sobre a intuição, que pessoas racionais fazem escolhas baseadas em informações e não na emoção, costume ou o hábito.

Todavia, observa-se que os critérios de racionalidade são diferentes para cada pessoa e organização, variando de acordo com as informações e nível de conhecimento de finanças e investimentos. Quanto ao mercado financeiro, apesar a regulação e autoregulação, teorias posteriores comprovaram que existem níveis de eficiência de mercado e que variam de mercado para mercado, dependendo de aspectos como a regulação e autoregulação.

Considerada a base da Moderna Teoria Financeira, a Teoria do *Portfólio*, de Harry Markowitz, ao definir a concepção de retorno e risco e a fronteira eficiente, na qual uma carteira tem o seu ponto de equilíbrio, mudou completamente a forma de se pensar a gestão de carteiras e as finanças modernas. Esta teoria não aceita a concepção de eficiência plena de mercado e apresenta uma forma de maximizar a racionalidade nos investimentos por meio da fronteira eficiente.

A Teoria de Investimentos e de Irrelevância dos Dividendos apresenta os pressupostos da irrelevância da política de dividendos sobre o preço de ativos negociados pelas empresas. Contudo, as condições estabelecidas pelos autores são consideradas utópicas e os próprios admitem que as empresas que pagam maiores dividendos tendem a ter maior valor de mercado dos seus ativos. Atualmente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) obriga as empresas de capital aberto a pagarem dividendos aos seus acionistas e, caso não tenham retorno, realizar o pagamento de dividendos, utilizando-se de um percentual do patrimônio líquido.

A Teoria do Modelo de Preços de Ativos de Capital (CAPM), apesar de todas as críticas recebidas pelos seus pressupostos, os quais dificilmente são encontrados em um mercado, ainda é estudada e tem sua contribuição no mercado financeiro pela explicação da previsão do comportamento de governos, empresas e investidores individuais e a fórmula adotada na precificação de ativos.

A Teoria da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), um dos pilares centrais da Moderna Teoria Financeira, estabelece condições para um mercado eficiente ainda não encontradas na maioria dos países, a exemplo do Brasil, sendo a principal a disponibilização para os participantes do mercado de todas as informações com isenção de custos. Porém, a regulação e autoregulação exige que informações sobre o valor atual dos ativos, denominada *marcação-a-mercado*, seja feita diariamente, definindo o valor de mercado dos ativos precificados.

A pesquisa possibilitou concluir que a Moderna Teoria Financeira se reveste de importância vital para o funcionamento do mercado financeiro e seus diversos segmentos na atualidade, justificando a regulação e a autoregulação como forma de redução das especulações e assimetria de informações, garantindo a confiabilidade, eficiência e competitividade de todos os segmentos de mercado.

Referências

- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9ª Edição. São Paulo: Atlas, 2011.
- BERNSTEIN Peter L. **Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco**. Elsevier Brazil, 1997.
- _____. **A História do Mercado de Capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investimentos**. 8ª Edição. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2010.

CASTRO JUNIOR, Francisco Henrique Figueiredo de; FAMÁ, Rubens. **As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos**. Caderno de pesquisas em administração, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 25-35, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1996.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work**, Journal of Finance 25, p. 383-417, 1969. Publicado em maio de 1970.

_____. **Efficient Capital Markets II**, Journal of Finance, 46: 1575-1617, 1991.

LIMA, Luiz Antônio de Oliveira. **Auge e Declínio da Hipótese dos Mercados Eficientes**. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 4 (92), outubro-dezembro/2003.

MATIAS, Alberto Borges. **Finanças Corporativas de Longo Prazo**. São Paulo: Atlas. 2007.

MARKOWITZ, Harry. **Portfolio Selection**. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.

MEGLIORINI, Evandir; VALLIM, Marco Aurélio. **Administração Financeira: uma abordagem brasileira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MELLAGI FILHO, Armando. ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 2012.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun 1958.

_____. **Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares**. *The Journal of Business*, volume 34, Nº 4, p. 411-433, 1961.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 6ª Edição. São Paulo: Atlas, 2012.

SÁ, Geraldo Tosta de. **Administração de Investimentos, Teorias de Carteiras e Gerenciamento de Riscos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

SHARPE, Willian. F. **Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk**. *The Journal of Finance*, 19, p.425-442, September 1964.

SHARPE, Whillian; ALEXANDER Gordon J e BAILEY Jeffrey. **Investments**. Prentice-Hall, 1998.

REILLY, Frank K. NORTON, Edgar A. **Investimentos**. 7ª Edição. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ROSS, Sthepen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Administração Financeira**. 8ª Edição. São Paulo: McGraw Hill, 2008.

VON NEUMAN e MORGENSTEIN O. **Theory of Games and Economic Behavior**, New York, John Wiley, 1944.