

Referencial Teórico

Isaias Felipe Silva de Sousa
João Pedro Stênio Farias Silva

Finanças Aplicadas 3
18 de fevereiro de 2026

1 Referencial Teórico

1.1 Fundamentos da Estrutura de Capital e o Teorema de Modigliani e Miller

A estrutura de capital refere-se à composição das fontes de financiamento de longo prazo de uma empresa, definindo a proporção entre capital de terceiros (dívida) e capital próprio (patrimônio líquido) utilizada para financiar seus investimentos (NETO, 2014). O objetivo central das decisões financeiras é maximizar a riqueza dos acionistas, o que implica buscar uma estrutura que minimize o custo total de capital (WACC) e maximize o valor da empresa (GITMAN; ZUTTER, 2015; NETO, 2014).

O ponto de partida para o debate moderno sobre o tema são as proposições de Modigliani e Miller (MM). Em 1958, sob a hipótese de mercados perfeitos e sem impostos, MM argumentaram que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa, pois este seria determinado apenas pela rentabilidade dos ativos e pelo risco do negócio (MODIGLIANI; MILLER, 1958; NETO, 2014). Segundo essa proposição, o valor da firma independe da forma como ela é financiada (NETO, 2014).

Posteriormente, ao introduzirem os impostos corporativos no modelo, MM reconheceram que o endividamento poderia aumentar o valor da empresa devido à dedutibilidade fiscal dos juros, sugerindo, em uma situação extrema, que a estrutura ótima seria composta quase integralmente por dívidas (MODIGLIANI; MILLER, 1963; NETO, 2014). Contudo, na prática, as empresas limitam seu endividamento devido aos custos de dificuldades financeiras (*financial distress*) e de agência, buscando um equilíbrio que evite que os custos de falência eliminem os ganhos fiscais da alavancagem (NETO, 2014).

1.2 Teoria do *Trade-off* (TOT)

A Teoria do *Trade-off* (TOT) contrapõe os benefícios fiscais da dívida aos custos associados à falência e às dificuldades financeiras. Segundo essa teoria, as empresas buscam uma estrutura de capital ótima ("alvo") equilibrando a economia fiscal gerada pelos juros com os custos de falência e de agência que surgem com o aumento da alavancagem (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2020).

Os custos de agência emergem dos conflitos de interesse entre acionistas e credores (ou gerentes), que se acentuam com o maior endividamento (JENSEN; MECKLING, 1976). Assim, a TOT prevê que empresas maiores e mais lucrativas, que possuem menor risco

de falência e maior capacidade de usufruir dos benefícios fiscais, tenderiam a ser mais endividadas (AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020). Em contrapartida, empresas com alto risco de negócio ou ativos intangíveis deveriam utilizar menos dívida. A TOT sugere uma relação positiva entre lucratividade e endividamento, pois empresas mais rentáveis têm mais lucro tributável para proteger (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024).

1.3 Teoria de *Pecking Order* (POT)

A Teoria de *Pecking Order* (POT), ou Teoria da Hierarquia, fundamenta-se na existência de assimetria de informação entre gestores (*insiders*) e investidores externos. Para evitar a subavaliação dos ativos e os custos de emissão de novas ações, os gestores seguem uma ordem de preferência no financiamento (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984):

1. **Recursos Internos:** Prioridade para lucros retidos.
2. **Dívida:** Se os recursos internos forem insuficientes, a empresa recorre a empréstimos, começando pelos de menor risco.
3. **Ações:** A emissão de novas ações é o último recurso, utilizada apenas quando a capacidade de endividamento se esgota, pois é vista pelo mercado como um sinal negativo (sinalização de que a ação pode estar sobreavaliada) (NETO, 2014).

Ao contrário da TOT, a POT sugere que não existe uma estrutura de capital "alvo" definida; o nível de dívida é o resultado acumulado das necessidades de financiamento ao longo do tempo (SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999). Uma previsão central da POT é que empresas mais lucrativas utilizam *menos* dívida, pois conseguem financiar suas operações com o caixa gerado internamente (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013).

1.4 Evidências Empíricas e Comparação entre Teorias

Estudos recentes buscam testar a aderência das empresas a essas teorias, muitas vezes com resultados mistos ou complementares:

- **Lucratividade:** A relação negativa entre lucratividade e endividamento é um dos indicadores mais fortes da POT. Estudos com pequenas e médias empresas (PMEs) em Gana e na Índia confirmam que empresas mais rentáveis tendem a se endividar menos (AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020; SINGH; PILLAI; RASTOGI, 2025). No entanto, evidências no Brasil sugerem um comportamento híbrido: a lucratividade relaciona-se positivamente com o endividamento de longo prazo (apoiando a TOT) e negativamente com o de curto prazo (apoiando a POT) (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024).
- **Crescimento e Tamanho:** A POT sugere que empresas com maiores oportunidades de crescimento demandam mais recursos externos (dívida) quando o caixa interno é insuficiente. Já a TOT pode prever uma relação negativa, pois o crescimento muitas vezes envolve ativos intangíveis que não servem como garantia (AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020). Evidências no Brasil indicam que oportunidades de crescimento têm relação positiva com a dívida, apoiando a POT (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024). Quanto ao tamanho, empresas maiores tendem a ter mais dívidas

devido à menor assimetria de informação e menor volatilidade, apoiando ambas as teorias sob diferentes perspectivas (AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020).

- **Decisões de Déficit e Superávit:** Pesquisas indicam que as empresas seguem a *Pecking Order* rigorosamente ao emitir ou resgatar dívidas, mas tendem a desviar desse comportamento ao emitir ou recomprar ações, especialmente em mercados como o dos EUA (KAKOURIS; PSYCHOYIOS, 2025).

1.5 O Contexto de Mercados Emergentes e PMEs

Em mercados emergentes e para Pequenas e Médias Empresas (PMEs), as imperfeições de mercado, como a assimetria de informação e a escassez de crédito de longo prazo, tornam a POT particularmente relevante.

- **Brasil:** O mercado brasileiro caracteriza-se por altas taxas de juros e escassez de fontes de financiamento de longo prazo privadas, levando as empresas a dependerem de lucros retidos ou dívidas de curto prazo (NETO, 2014). A estrutura de capital tende a ser concentrada no curto prazo, o que sacrifica a capacidade de investimento e aumenta o risco de refinanciamento.
- **Índia e Turquia:** Estudos com PMEs listadas na Índia indicam que a POT explica melhor as decisões de financiamento, onde a liquidez e a lucratividade são determinantes chave (SINGH; PILLAI; RASTOGI, 2025). Similarmente, na Turquia, a POT é válida, e a sensibilidade ao uso de fundos internos e dívida aumenta conforme o nível de investimento cresce (YILDIRIM; ÇELIK, 2021).
- **Gana:** PMEs ganesas também demonstram comportamento alinhado à POT, priorizando fundos internos devido ao subdesenvolvimento do mercado financeiro local (AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020).

1.6 Impacto de Crises (COVID-19) na Estrutura de Capital

Eventos externos disruptivos, como a pandemia da COVID-19, alteram a dinâmica de financiamento. No Brasil, observou-se um aumento no nível de endividamento das empresas de capital aberto no período pós-pandemia, sugerindo uma necessidade maior de recursos externos para manutenção das atividades frente à crise (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024). Embora a variável pandemia nem sempre apresente significância estatística isolada em modelos de regressão, os impactos na rentabilidade e no valor de mercado influenciaram indiretamente as decisões de estrutura de capital, com empresas buscando liquidez via endividamento. A instabilidade econômica tende a reforçar o comportamento de *Pecking Order*, com empresas recorrendo a dívidas quando a geração interna de caixa é impactada (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024).

Referências

- AGYEI, J.; SUN, S.; ABROKWAH, E. Trade-off theory versus pecking order theory: Ghanaian evidence. *SAGE Open*, v. 10, n. 3, p. 1–13, 2020.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. *Principles of Corporate Finance*. 13. ed. New York: McGraw-Hill Education, 2020.
- GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. *Principles of Managerial Finance*. 14. ed. Essex: Pearson Education Limited, 2015. Global Edition.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- KAKOURIS, K.; PSYCHOYIOS, D. Debt, equity, and the pecking order: Evidence from financing decisions of dividend-paying firms. *International Journal of Financial Studies*, v. 13, n. 3, p. 161, 2025.
- 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, 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433–443, 1963.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 574–592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.
- NETO, A. A. *Finanças Corporativas e Valor*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. ISBN 978-85-224-9090-5.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Corporate Finance*. 10. ed. New York: McGraw-Hill Education, 2013.
- SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 51, n. 2, p. 219–244, 1999.
- SINGH, K.; PILLAI, D.; RASTOGI, S. Pecking order theory of capital structure: Empirical evidence for listed smes in india. *Vision: The Journal of Business Perspective*, v. 29, n. 1, p. 35–47, 2025. Published online 2021.
- SOUZA, J. C. M. de; ÁVILA, E. S. de; PRADO, J. W. do. Decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto a partir das teorias de pecking order e trade-off e a influência da covid-19. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 12, n. 1, p. 24–37, 2024.
- YILDIRIM, D.; ÇELİK, A. K. Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, v. 21, n. 4, p. 317–331, 2021.