

A Hierarquia Financeira em Foco: Uma Análise da Teoria de Pecking Order via Decomposição do Déficit de Financiamento

Isaias Felipe Silva de Sousa
João Pedro Stênio Farias Silva

Finanças Aplicadas III

11 de fevereiro de 2026

Roteiro da Apresentação

- 1 Introdução e Contexto
- 2 A Teoria de Pecking Order (POT)
- 3 Lacuna e Problema de Pesquisa
- 4 Hipóteses do Estudo
- 5 Relevância e Conclusão

O Dilema da Estrutura de Capital

- **Decisão Central:** Como financiar o crescimento corporativo e investimentos?
- **Impactos:** Criação de valor, gerenciamento de risco e custo de capital (Assaf Neto, 2014; Damodaran, 2014).
- **Evolução Teórica:**
 - *Modigliani & Miller (1958, 1963):* Da irrelevância em mercados perfeitos à relevância dos benefícios fiscais.
 - *Trade-Off Theory:* Busca por uma estrutura ótima (benefício fiscal vs. custo de falência).
 - **Pecking Order Theory (POT):** Foco da nossa análise (Gitman & Zutter, 2015).

Premissa Central

Baseada na **assimetria de informações** entre gestores (*insiders*) e investidores externos (*outsiders*) (Berk & Demarzo, 2017).

- Não existe uma meta rígida de alavancagem ótima.
- As decisões seguem uma **hierarquia** para minimizar custos de seleção adversa e sinalização negativa.
- A emissão de ações (*equity*) é vista como último recurso, pois sinaliza possível superavaliação dos ativos (Damodaran, 2014).

A Hierarquia de Preferências

Segundo a POT, a ordem de preferência para financiamento é:

- ❶ **Recursos Internos:** Lucros retidos (menor custo de informação).
- ❷ **Dívida:** Quando os recursos internos esgotam. Fonte segura que evita diluição.
- ❸ **Emissão de Ações (Equity):** Última instância. Envolve custos de transação elevados e sinalização negativa ao mercado.

"Empresas preferem financiar investimentos com lucros retidos, depois dívida, e por fim equity."

Apesar da lógica intuitiva, os resultados empíricos são inconclusivos:

- **A favor:** Shyam-Sunder e Myers (1999) em grandes empresas dos EUA; Agyei et al. (2020) em Gana; Singh et al. (2025) na Índia.
- **Contra/Nuances:** Kakouris e Psychoyios (2025) indicam desvios ao emitir ou recomprar *equity*.
- **Fatores Moderadores:** Liquidez, lucratividade e restrições financeiras influenciam a aderência ao modelo.

Objetivo

Investigar a robustez da hierarquia de financiamento através da **decomposição do déficit de financiamento**, testando ajustes anuais frente a restrições e políticas de dividendos.

Pergunta de Pesquisa:

"No ajuste do financiamento anual, as companhias preferem lucros retidos, depois dívida, e por fim equity?"

Adota-se o modelo de **Shyam-Sunder e Myers (1999)**.

Variáveis Analisadas:

- Déficit de Financiamento ($\text{Investimentos} + \text{Dividendos} - \text{Fluxo de Caixa Operacional}$).
- Variação de Dívida vs. Variação de Equity.
- Payout (Política de Dividendos).
- Restrições Financeiras.

A hipótese central de ordem hierárquica é desdobrada em três hipóteses testáveis.

H1: Aderência Estrita ao Modelo

Hipótese 1

O coeficiente do déficit de financiamento sobre a variação da Dívida (Δ Dívida) é **positivo e próximo de 1**.

Justificativa:

- Na versão estrita da POT, qualquer déficit não coberto pelo fluxo de caixa deve ser financiado marginalmente por **nova dívida**.
- Evita-se a emissão de ações a todo custo (Kakouris; Psychoyios, 2025).
- Evidências em mercados emergentes sugerem que a sensibilidade à dívida aumenta conforme o investimento cresce.

H2: O Papel dos Dividendos

Hipótese 2

Um *payout* mais alto aumenta o déficit de financiamento e eleva a dependência de dívida.

Justificativa:

- Dividendos são rígidos (*sticky*); empresas evitam cortes abruptos para não enviar sinais negativos (Hull, 2016).
- O pagamento de dividendos drena a retenção de lucros (fonte primária).
- Resultado: A empresa é forçada a recorrer ao próximo nível da hierarquia: a **dívida**.

Hipótese 3

Sob maior restrição financeira, a relação déficit-dívida enfraquece.

Justificativa:

- Empresas com capacidade de endividamento esgotada (*debt capacity constraints*) não podem seguir a POT estrita.
- Para evitar custos de dificuldades financeiras (*distress costs*), elas desviam da hierarquia.
- Solução forçada: Emitir *equity* ou restringir investimentos, reduzindo a aderência à emissão de dívida pura.

Por que estudar isso no contexto brasileiro?

- **Custo de Capital:** Empresas enfrentam custos elevados.
- **Crédito:** Restrições de crédito de longo prazo são comuns.
- **Distorções:** Esses fatores podem exacerbar ou distorcer a aplicação da hierarquia padrão prevista pela teoria em mercados desenvolvidos (Souza; Ávila; Prado, 2024).

Este estudo busca contribuir para o entendimento de como a **Teoria de Pecking Order** se comporta no ajuste anual da estrutura de capital.

Contribuições esperadas:

- Validar se a rigidez dos dividendos força o endividamento.
- Entender o limite da dívida (restrições) como fator de quebra da hierarquia.
- Fornecer evidências sobre o comportamento financeiro em mercados emergentes.

Referências Bibliográficas I



Assaf Neto, A. (2014). *Finanças Corporativas e Valor*. Atlas.



Berk, J.; Demarzo, P. (2017). *Corporate Finance*. Pearson.



Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. Wiley.



Kakouris, K.; Psychoyios, D. (2025). Debt, equity, and the pecking order. *Int. Journal of Financial Studies*.



Shyam-Sunder, L.; Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure.



Souza, J. C. M. et al. (2024). Decisões de estrutura de capital... *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*.



Yildirim, D.; Çelik, A. K. (2021). Testing the pecking order theory... *Borsa Istanbul Review*.