

# **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

# 1 Introdução

Decidir como financiar o crescimento é, talvez, um dos dilemas mais persistentes na gestão financeira. Embora existam diversas teorias, a estrutura de capital permanece um tema central e controverso em finanças corporativas. Nesse contexto, a *Pecking Order Theory* (POT), originalmente proposta por Myers e Majluf (1984), oferece uma perspectiva comportamental interessante: ela sugere que os gestores não perseguem uma meta rígida de dívida, mas sim seguem uma “linha de menor resistência”. Devido à assimetria de informação — o fato de os gestores saberem mais sobre a saúde da empresa do que o mercado —, existe uma preferência clara por financiar investimentos primeiro com recursos próprios (lucros retidos), evitando o escrutínio e os custos de novas emissões. Quando o dinheiro interno acaba, a preferência recai sobre a dívida, deixando a emissão de novas ações (*equity*) apenas como um último recurso, quase desesperado.

O problema que buscamos investigar neste estudo toca no coração dessa dinâmica: **no momento de ajustar o financiamento anual, as companhias realmente seguem essa escada hierárquica (lucros retidos > dívida > equity)?** Nossa hipótese central é que sim, existe uma ordem observável na decomposição do déficit de financiamento. Esperamos demonstrar que a emissão de dívida não é aleatória, mas funciona como o principal “amortecedor” para cobrir a lacuna financeira quando o fluxo de caixa operacional não é suficiente.

Para testar isso, utilizaremos o modelo clássico de Shyam-Sunder & Myers (1999), que nos permite verificar a validade da POT ao analisar como o déficit de financiamento impulsiona a variação da dívida. Além disso, não olharemos apenas para os números frios; buscaremos entender como a política de dividendos (*payout*) e as restrições financeiras reais — como o acesso limitado ao crédito em momentos de crise — interagem e, por vezes, forçam desvios dessa teoria.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 A Lógica da Pecking Order Theory (POT)

Diferente da Teoria de *Trade-off*, que imagina o gestor financeiro equilibrando benefícios fiscais e custos de falência para atingir um alvo ideal, a POT postula que a estrutura de capital é o resultado acumulado de decisões passadas baseadas na necessidade imediata de financiar novos projetos. A lógica é guiada pelos custos de seleção adversa: usar o dinheiro que já está na caixa da empresa “custa” menos em termos de sinalização ao mercado do que emitir dívida e, certamente, muito menos do que emitir ações, que é visto como o financiamento mais caro e arriscado em termos de informação assimétrica.

No entanto, a literatura recente mostra que a aplicação prática dessa teoria não é preto no branco. Em mercados desenvolvidos, como nos EUA, estudos com empresas pagadoras de dividendos mostram que elas tendem a seguir a POT rigorosamente ao emitir ou pagar dívidas, mas acabam se desviando da teoria quando se trata de emitir ações, muitas vezes influenciadas pelo tamanho da transação necessária (??).

Já em mercados emergentes, a dinâmica muda. Em países como Gana e Índia, a adesão à POT parece ser ainda mais forte, mas por motivos de sobrevivência e controle. Estudos com PMEs nessas regiões indicam que a rentabilidade e a liquidez têm uma relação negativa com a alavancagem — ou seja, empresas que lucram mais, se endividam menos, preferindo usar seu próprio dinheiro, o que confirma a premissa central da POT

(????). Isso sugere que, onde o mercado de capitais é menos acessível, a hierarquia de preferências é seguida quase por necessidade.

## 2.2 O Papel do Déficit de Financiamento e as Restrições

O conceito de “Déficit de Financiamento” é a peça-chave do modelo de ??) que aplicaremos. Basicamente, o déficit ocorre quando o fluxo de caixa operacional da empresa não consegue cobrir seus compromissos de investimentos e dividendos. A teoria prevê que esse “buraco” deve ser preenchido, dólar por dólar (ou real por real), com nova dívida.

Contudo, a literatura nos alerta que essa relação não é automática e depende das restrições que a empresa enfrenta:

- **Tamanho e Acesso ao Crédito:** Evidências da Turquia mostram uma nuance interessante: embora a POT seja válida em geral, empresas que já possuem alta alavancagem (ou seja, estão “estranguladas” em dívidas) tendem a quebrar a hierarquia. Quando precisam de grandes investimentos, elas são forçadas a emitir ações, pois não conseguem mais crédito, desviando-se da teoria clássica (??).
- **O Contexto Brasileiro e Crises:** No Brasil, a realidade impõe seus próprios desafios. Estudos recentes analisando o período da pandemia de COVID-19 mostram que as empresas aumentaram seu endividamento para sobreviver. Curiosamente, a POT explicou melhor as decisões de curto prazo (imediato), enquanto a teoria de *Trade-off* pareceu guiar as decisões de longo prazo, sugerindo que em momentos de crise, a “sobrevivência” segue a hierarquia, mas o planejamento busca o equilíbrio (??).
- **A “Hierarquia do Calote”:** Além da captação, há também uma perspectiva comportamental sobre o pagamento. Pesquisas recentes introduzem a ideia de uma *Default Pecking Order* (Hierarquia de Calote), onde empresas em dificuldades escolhem estrategicamente quais credores pagar primeiro (baseado em critérios como patrimônio ou relacionamento), o que reforça a ideia de que a gestão da dívida é altamente racional e hierarquizada (??).