

A Hierarquia Financeira: 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

A decisão de como financiar o crescimento corporativo e os investimentos constitui um dos dilemas centrais na gestão financeira, com implicações diretas sobre a criação de valor, o gerenciamento de risco e o custo de capital das organizações (Assaf Neto, 2014; Damodaran, 2014). Desde as proposições fundamentais de Modigliani e Miller (1958, 1963), que estabeleceram a irrelevância da estrutura de capital em mercados perfeitos e a posterior relevância dos benefícios fiscais da dívida, a literatura financeira tem buscado entender os determinantes das escolhas de financiamento (Agyei; Sun; Abrokwah, 2020; Souza; Ávila; Prado, 2024). Nesse cenário, a Teoria de Pecking Order (POT), consolidou-se como uma abordagem dominante para explicar o comportamento financeiro das firmas, contrapondo-se frequentemente à Teoria do Trade-Off (Gitman; Zutter, 2015; Yildirim; Çelik, 2021).

Fundamentada na premissa da assimetria de informações entre gestores e investidores externos, a POT postula que não existe uma meta rígida de alavancagem ótima (Berk; DeMarzo, 2017; Singh; Pillai; Rastogi, 2025). Em vez disso, as decisões de financiamento seguem uma hierarquia destinada a minimizar os custos de seleção adversa e sinalização negativa ao mercado (Gitman; Zutter, 2015; Souza; Ávila; Prado, 2024). Segundo esta teoria, as empresas preferem financiar seus investimentos primeiramente com recursos internos; esgotada essa fonte, recorrema recursos de terceiros. Sendo esses, empréstimos em um primeiro momento e, somente em última instância, à emissão de novas ações, uma vez que esta última sinaliza uma avaliação dos ativos da empresa e envolve custos de transação mais elevados (Damodaran, 2014).

Apesar da lógica intuitiva da POT, a literatura empírica apresenta tanto resultados a favor dessa ordem de prioridade, quanto resultados desfavoráveis a essa ordem, e em certos casos, apresenta também resultados inconclusivos. Dessa forma, criando uma lacuna de pesquisa sobre a aplicabilidade universal do modelo em diferentes contextos econômicos e condições financeiras (Singh; Pillai; Rastogi, 2025; Yildirim; Çelik, 2021). Enquanto o estudo seminal de Shyam-Sunder e Myers (1999) encontrou forte aderência ao modelo em grandes empresas norte-americanas, pesquisas em mercados emergentes e com diferentes restrições financeiras oferecem evidências divergentes. Os estudos de Agyei, Sun e Abrokwah (2020) e Kuldeep, Deepa e Shailesh (2025) encontraram suporte para a POT em empresas de Gana e Índia, respectivamente, destacando a influência da liquidez e lucratividade (Agyei; Sun; Abrokwah, 2020; Singh; Pillai; Rastogi, 2025). Em contrapartida, estudos recentes como o de Kakouris e Psychoyios (2025) indicam que, embora empresas sigam a ordem hierárquica para emissão e redenção de dívida, elas frequentemente se desviam do modelo ao emitir ou recomprar ações, sugerindo que o comportamento não é uniforme em todas as atividades de financiamento (Kakouris; Psychoyios, 2025).

Portanto, o presente estudo visa preencher tal lacuna ao investigar a robustez da hierarquia de financiamento especificamente através da decomposição do déficit de financiamento, testando como o ajuste anual responde a restrições e políticas de dividendos. Logo, a pergunta de pesquisa que norteia esta investigação é: **No ajuste do financiamento anual, as companhias preferem lucros retidos, depois dívida, e por fim equity?**

O objetivo geral deste estudo está atrelado à avaliação da existência de uma ordem hierárquica observável na escolha do método de financiamento das firmas. Para responder ao objetivo geral proposto, o mesmo será desdobrado em três objetivos específicos:

- Analisar a sensibilidade do endividamento em relação ao déficit de financiamento,

testando se as variações de capital de terceiros cobrem a lacuna de recursos internos, conforme preconiza a versão estrita da Pecking Order Theory.

- Avaliar o impacto da política de payout sobre a estrutura de capital, verificando se a rigidez dos dividendos atua como um impulsor do déficit de financiamento e, consequentemente, da dependência de dívida.
- Investigar o efeito moderador das restrições financeiras e da capacidade de endividamento na hierarquia de fontes de recursos, identificando se altos níveis de alavancagem ou escassez de crédito enfraquecem a relação entre déficit e emissão de dívida.

A relevância desta análise é reforçada pela observação de que empresas em mercados emergentes, como o Brasil, enfrentam custos de capital elevados e restrições de crédito de longo prazo, o que pode exacerbar ou distorcer a aplicação da hierarquia padrão prevista pela teoria (Souza; Ávila; Prado, 2024; Assaf Neto, 2014). Portanto, o presente trabalho visa contribuir para o entendimento de como fatores como a rigidez da política de dividendos e as restrições de capacidade de endividamento moderam a aplicação da Teoria de Pecking Order no ajuste anual da estrutura de capital.

Referências

- Agyei, J.; Sun, S.; Abrokwaah, E. Trade-off theory versus pecking order theory: Ghanaian evidence. *SAGE Open*, v. 10, n. 3, p. 1–13, 2020.
- Assaf Neto, A. *Finanças Corporativas e Valor*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. ISBN 978-85-224-9090-5.
- Berk, J.; DeMarzo, P. *Corporate Finance*. 4. ed. Harlow: Pearson, 2017. Global Edition. ISBN 978-1-292-16016-0.
- Damodaran, A. *Applied Corporate Finance*. 4. ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2014. ISBN 978-1-118-80893-1.
- Gitman, L. J.; Zutter, C. J. *Principles of Managerial Finance*. 14. ed. Harlow: Pearson Education Limited, 2015. Global Edition. ISBN 978-1-292-01820-1.
- 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.
- KULDEEP, S.; DEEPA, P.; SHAILESH, R. Pecking order theory of capital structure: Empirical evidence for listed SMEs in India. *Vision*, v. 29, n. 1, p. 35–47, 2025.
- Singh, K.; Pillai, D.; Rastogi, S. Pecking order theory of capital structure: empirical evidence for listed smes in india. *Vision*, SAGE Publications Sage India: New Delhi, India, v. 29, n. 1, p. 35–47, 2025.
- 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.; Çelik, 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.