

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 no 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 (KAKOURIS; PSYCHOYIOS, 2025).

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

(AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020; ??). 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 (YILDİRIM; ÇELİK, 2021).
- **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 (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024).
- **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 (ALEXANDRE et al., 2023).

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.

ALEXANDRE, M. et al. Does the default pecking order impact systemic risk? evidence from Brazilian data. *European Journal of Operational Research*, v. 309, n. 3, p. 1379–1391, 2023.

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.

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.

YILDİRIM, 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.