

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

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 decifrar os determinantes das escolhas de financiamento (AGYEI; SUN; ABROKWAH, 2020; SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024). Nesse cenário, a Teoria de Pecking Order (POT), ou Teoria da Ordem Hierárquica, consolidou-se como uma das abordagens dominantes para explicar o comportamento financeiro das firmas, contrapondo-se frequentemente à Teoria de Trade-Off (GITMAN; ZUTTER, 2015; YILDİRIM; ÇELİK, 2021).

Fundamentada na premissa da assimetria de informações entre gestores (insiders) e investidores externos (outsiders), 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 (lucros retidos); esgotada essa fonte, recorrem à dívida e, somente em última instância, à emissão de novas ações (equity), uma vez que esta última sinaliza uma possível superavaliação dos ativos da empresa e envolve custos de transação mais elevados (DAMODARAN, 2014).

Apesar da lógica intuitiva da POT, a literatura empírica apresenta resultados mistos e inconclusivos, criando uma lacuna de pesquisa persistente sobre a aplicabilidade universal do modelo em diferentes contextos econômicos e condições financeiras (SINGH; PILLAI; RASTOGI, 2025; YILDİRIM; ÇELİK, 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. Por exemplo, Agyei et al. (2020) e Singh et al. (2020) 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 Kakkouris 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 equity, sugerindo que o comportamento não é uniforme em todas as atividades de financiamento (KAKOURIS; PSYCHOYIOS, 2025).

O presente estudo visa preencher essa lacuna ao investigar a robustez da hierarquia de financiamento especificamente através da decomposição do déficit de financiamento (financing deficit decomposition), testando como o ajuste anual responde a restrições e políticas de dividendos. 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? 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).

Para responder a essa questão, adotamos o modelo de Shyam-Sunder e Myers (1999), analisando as variáveis de déficit de financiamento, variação de dívida/equity, payout e

restrições financeiras. A hipótese central de que existe uma ordem hierárquica observável é desdobrada em três hipóteses testáveis:

- H1: O coeficiente do déficit de financiamento sobre a variação da Dívida (θ Dívida) é positivo e próximo de 1.
 - Justificativa: Conforme a versão estrita da POT, qualquer déficit de financiamento (investimentos e dividendos não cobertos pelo fluxo de caixa operacional) deve ser coberto marginalmente por nova dívida, evitando a emissão de ações (KAKOURIS; PSYCHOYIOS, 2025; SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024). Resultados recentes em mercados emergentes, como na Turquia, sugerem que a sensibilidade à dívida aumenta conforme o nível de investimento cresce (YILDİRIM; ÇELİK, 2021).
- H2: Um payout mais alto aumenta o déficit de financiamento e eleva a dependência de dívida.
 - Justificativa: A teoria sugere que os dividendos são rígidos (sticky) e as empresas evitam cortes abruptos para não enviar sinais negativos ao mercado (DAMODARAN, 2014; HULL, 2016). Assim, pagamentos de dividendos reduzem a retenção de lucros, forçando a empresa a recorrer ao próximo nível da hierarquia: a dívida (SOUZA; ÁVILA; PRADO, 2024).
- H3: Sob maior restrição financeira, a relação déficit-dívida enfraquece.
 - Justificativa: Embora a POT preveja a preferência por dívida, empresas com capacidade de endividamento esgotada (debt capacity constraints) ou alta alavancagem podem ser forçadas a desviar da hierarquia padrão, emitindo equity ou restringindo investimentos para evitar custos de dificuldades financeiras (distress costs) (Assaf Neto, 2014; KAKOURIS; PSYCHOYIOS, 2025). Evidências indicam que empresas com grandes déficits tendem a apresentar menor aderência à emissão de dívida pura (KAKOURIS; PSYCHOYIOS, 2025).

A análise dessas hipóteses contribuirá 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.; ABROKWAH, 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.
- HULL, J. C. *Opções, futuros e outros derivativos*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016. Tradução: Francisco Araújo da Costa. ISBN 978-85-8260-393-2.
- 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.
- 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.
- YİLDİRIM, 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.