


**ESTRUTURA DE CAPITAL EM STARTUPS: UMA ANÁLISE À LUZ DAS
TEORIAS DE TRADE-OFF E PECKING ORDER**

**CAPITAL STRUCTURE IN STARTUPS: AN ANALYSIS IN LIGHT OF THE
TRADE-OFF AND PECKING ORDER THEORIES**

**ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS EMERGENTES: UN
ANÁLISIS A LA LUZ DE LAS TEORÍAS DEL TRADE-OFF Y PECKING ORDER**

 <https://doi.org/10.56238/arev7n11-294>

Data de submissão: 24/10/2025

Data de publicação: 24/11/2025

Franciele de Moraes Severo Teixeira

Mestranda em Gestão Estratégica de Organizações

Instituição: Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões (URI)

E-mail: francielesteixeira@aluno.santoangelo.uri.br

Orcid: <https://orcid.org/0009-0005-5791-4692>

Lattes: <https://lattes.cnpq.br/2674709926975463>

Rosane Maria Seibert

Doutora em Ciências Contábeis

Instituição: Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões (URI)

E-mail: rseibert@san.uri.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-9477-9948>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7375517291491450>

Maria Margarete Baccin Brizolla

Doutora em Ciências Contábeis e Administração

Instituição: Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões (URI)

E-mail: maria.brizolla@ufcsa.edu.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5120-0729>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7802574351230823>

Ana Rita Catelan Callegaro

Doutora em Administração

Instituição: Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões (URI)

E-mail: anarita@san.uri.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-4178-2590>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5330141831387199>

RESUMO

O presente estudo analisou a estrutura de capital das startups à luz das Teorias de Trade-off e Pecking Order. Estas empresas, marcadas pela inovação, alto risco, ativos intangíveis e baixa lucratividade inicial, enfrentam desafios críticos de financiamento. A pesquisa, de natureza descritiva, foi desenvolvida por meio de revisão bibliográfica com o objetivo de identificar sua estrutura de capital e a aplicabilidade dessas teorias. Os resultados evidenciaram que as startups não recorrem a financiamentos bancários (devido à ausência de garantias), priorizando inicialmente aportes dos fundadores e, subsequentemente, recursos internos gerados. Este comportamento é consistente com a

Teoria da Pecking Order. Consequentemente, a Teoria de Trade-off mostrou-se menos aplicável a esse contexto. Conclui-se que a Pecking Order é a teoria que melhor explica a estrutura de capital das startups. O estudo recomenda a implementação de incentivos governamentais, apoio de investidores externos e treinamentos para gestores, visando garantir a sustentabilidade e o crescimento desses empreendimentos.

Palavras-chave: Startups. Estrutura de Capital. Trade-off. Pecking Order. Financiamento.

ABSTRACT

The present study analyzed the startups capital structure in light of the Trade-off and Pecking Order Theories. These companies, characterized by innovation, high risk, intangible assets, and low initial profitability, face critical financing challenges. The research, descriptive in nature, was developed through a literature review with the objective of identifying their capital structure and the applicability of these theories. The results showed that startups do not resort to bank financing (due to the absence of collateral), initially prioritizing contributions from founders and subsequently generated internal resources. This behavior is consistent with the Pecking Order Theory. Consequently, the Trade-off Theory proved to be less applicable to this context. It is concluded that the Pecking Order is the theory that best explains the capital structure of startups. The study recommends the implementation of government incentives, support from external investors, and training for managers, aiming to ensure the sustainability and growth of these ventures.

Keywords: Startups. Capital Structure. Trade-off. Pecking Order. Financing.

RESUMEN

Este estudio analizó la estructura de capital de las startups desde la perspectiva de las teorías de trade-off y de orden jerárquico. Estas empresas, caracterizadas por la innovación, el alto riesgo, los activos intangibles y la baja rentabilidad inicial, enfrentan desafíos financieros críticos. La investigación descriptiva se desarrolló mediante una revisión bibliográfica con el objetivo de identificar su estructura de capital y la aplicabilidad de estas teorías. Los resultados mostraron que las startups no recurren a la financiación bancaria (debido a la ausencia de garantías), priorizando inicialmente las contribuciones de los fundadores y, posteriormente, los recursos generados internamente. Este comportamiento es consistente con la teoría de orden jerárquico. En consecuencia, la teoría de trade-off resultó menos aplicable en este contexto. Se concluye que la teoría de orden jerárquico es la que mejor explica la estructura de capital de las startups. El estudio recomienda la implementación de incentivos gubernamentales, el apoyo de inversores externos y la capacitación de directivos, con el fin de garantizar la sostenibilidad y el crecimiento de estas empresas.

Palabras clave: Startups. Estructura de Capital. Trade-off. Pecking Order. Financiación.

1 INTRODUÇÃO

As startups vêm ganhando cada vez mais espaço no cenário econômico, impulsionadas pela inovação, flexibilidade e pela capacidade de atender às novas demandas de mercado (Colombo et al., 2021; Silva et al., 2024). Configurando-se como novos modelos de negócios, elas são caracterizadas principalmente pela inovação digital e tecnológica.

No entanto, por serem empresas jovens, sem histórico de mercado ou uma perspectiva de retorno financeiro imediato, as startups enfrentam desafios significativos. A escassez de recursos financeiros, em especial de instituições financeiras tradicionais, é um dos principais obstáculos para o início de suas atividades ou o desenvolvimento de seus produtos (Colombo et al., 2021). Isso se deve, em grande parte, à sua alta quantidade de ativos intangíveis, ao elevado risco inerente e à tendência de não apresentarem lucros nos anos iniciais do negócio (Colombo et al., 2021; Silva et al., 2024).

Nesse contexto, a formação da estrutura de capital dessas empresas torna-se uma questão central para o campo das finanças. De acordo com os fundamentos teóricos, essa estrutura pode ser analisada à luz das teorias do Trade-Off e do Pecking Order. Portanto, para garantir o sucesso e o crescimento sustentável dessas organizações, ter uma visão financeira clara e um modelo de análise de investimentos é fundamental para a tomada de decisões estratégicas.

Embora dada tamanha importância da problemática do acesso a financiamentos pelas startups, Simões (2023) acredita que tal, provém das escolhas feitas pelos empreendedores nas fases mais iniciais da vida das empresas. Ainda segundo o autor, os empreendedores têm uma visão estratégica da sua ideia e do seu produto ou serviço, mas muitas vezes não sabem qual o tipo de financiamento mais adequado de modo a concretizarem as suas empresas e a terem sucesso. Por isso a importância de se ter conhecimento de todos os tipos de financiamentos disponíveis a este tipo de negócio, de forma a optar pelo mais adequado para a startup, é de extrema importância.

Já para Silva et al. (2015), a maneira como essas empresas financiam seus negócios tem se tornado um assunto interessante para as análises científicas, pois estudos e pesquisas mostram todo o atrito que recursos financeiros, tomados de forma precipitada pelas organizações, vem acarretando alguns desastres e fracassos dessas jovens empresas, as startups.

Neste sentido, a Lei Complementar nº 182/2021, nominada como Marco Legal das Startups, trouxe importantes avanços para o ambiente de negócios inovadores. Essa lei reconhece a natureza diferenciada desse tipo de empreendimento, consentindo que a obtenção de uma estrutura de capital mais flexível, com várias formas de aporte de recursos, facilitando o acesso de investidores-anjo,

fundos e empresas. Pois esses investidores não são considerados sócios ou responsáveis por dívidas, incentivando novos aportes de capital.

Para Silva et al. (2015), o capital financeiro constitui um recurso para a formação e para o desenvolvimento de uma empresa, mas o risco das atividades subjacentes faz com que o processo para envolvimento de financiadores e para obtenção dos respectivos fundos seja complexo, de tal forma que pode comprometer o êxito empreendedor dos fundadores. No entanto, Colombo et al. (2021), salientam a questão que se coloca ao analisar as Teorias de Trade-off e Pecking Order, no que diz respeito à sua aderência, em um contexto *sui generis* (único do seu gênero) como é este observado em startups.

Seguindo nesse cenário das teorias, Correa, Basso e Nakamura (2013) definiram a Teoria de Pecking Order como a presença de uma hierarquia no uso de fontes de recursos, ou seja, as empresas preferem financiar-se usando internamente os recursos já disponíveis (lucros retidos, por exemplo); já na Teoria de Trade-off consideram haver uma estrutura meta de capital, ou seja, cada empresa busca manter um nível de endividamento equilibrado.

Sendo assim, questiona-se: As Teorias de Trade-off e Pecking Order são capazes de explicar a estrutura de capital de empresas originalmente pequenas, arriscadas, com alta intangibilidade de ativos, baixo lucro, mas com possibilidade de grande crescimento (startups)? Com isso, o objetivo desse estudo é analisar se as Teorias de Trade-off e Pecking Order são capazes de explicar a estrutura de capital de empresas originalmente pequenas, arriscadas, com alta intangibilidade de ativos, baixo lucro, mas com possibilidade de grande crescimento (startups).

Silva et al. (2015), analisaram a influência de um conjunto de variáveis (dimensão da empresa, intenções e oportunidades de crescimento, forma legal, perfil e *background* dos empreendedores no mercado português) na composição financeira das startups portuguesas. Segalla et al. (2020), realizou uma pesquisa bibliográfica, buscando evidenciar as principais características de uma startup, e também, sugerir soluções para o gerenciamento destas, promovendo assim a longevidade da startup, ao mesmo tempo diminuindo as taxas de mortalidade deste tipo de organização. Colombo et al. (2021), estudaram o perfil dos fundadores, dimensão das empresas, lucros ou prejuízos e fontes de financiamento. Simões (2023), realizou uma investigação objetivando compreender as decisões de financiamento das startups em Portugal.

Neste contexto, o estudo se justificou uma vez que para as startups, empresas iniciantes no mercado, e que desempenham seu papel na economia, muitas vezes, tendo dificuldades pela falta de recursos para investimentos, mas que fazem parte do grande mercado de trabalho, pouco estudo se vê em relação a estrutura de capital delas. O estudo proposto está fundamentado nas Teorias de Trade-

off e Pecking Order, podendo permitir a visualização de como as startups se financiam, ou podem se financiar, esclarecendo qual das teorias é melhor para esse financiamento. Ainda, a investigação proposta se diferencia dos demais estudos, por analisar se essas teorias são capazes de explicar a estrutura de capital de empresas originalmente pequenas, arriscadas, com alta intangibilidade de ativos, baixo lucro, mas com possibilidade de grande crescimento, ou seja, as startups.

2 FUDAMENTOS SOBRE AS STATUPS E A SUA ESTRUTURA DE CAPITAL

Este tópico define as startups, bem como a sua estrutura de capital e as teorias do Trade-off e do Pecking order.

2.1 STARTUPS

Startups são empresas pequenas que exploram áreas inovadoras e por muitas vezes, apresentam uma taxa de crescimento muito elevada em virtude dos fundos de investimentos especializados, porém possuem uma alta taxa de mortalidade. Assim sendo, a inovação significa fazer algo diferente, revolucionário, transformar ideias em projetos (Segalla et al., 2020).

Já os autores Silva et al. (2015), pensam no contexto de que a atuação das empresas tem se tornado mais desafiante, dado a competitividade e a crise financeira, os desequilíbrios do mercado constituem uma oportunidade para a exploração de soluções criativas que caracterizam o perfil das Startups. Ainda, teoricamente, o seu caráter inovador acarreta riscos que determinam maiores dificuldades de financiamento.

Simões (2023) afirma que, levados por esta ideia do empreendedorismo, são cada vez mais os jovens que escolhem criar os seus próprios negócios, desenvolvendo as suas ideias e os seus projetos, criando assim as chamadas startups. Ainda para ele, na literatura existe a opinião generalizada que estas jovens empresas desempenham um papel crítico na estimulação das economias, aumentando a produtividade e consequentemente contribuem para a criação de postos de trabalho e criação de riqueza.

Aliás, devido à própria natureza de suas atividades, as startups, são fundamentais no cenário da inovação. Inicialmente, estão fortemente ligadas ao avanço tecnológico e costumam atuar em parceria com grandes empresas, que funcionam como impulsionadoras de novas ideias no mercado. Essas corporações promovem inovações em produtos, serviços e processos. De modo geral, algumas organizações têm grande habilidade para introduzir novidades, sendo as startups um exemplo expressivo dessa perspectiva inovadora (Zaire e Nogueira, 2024).

Por representarem um modelo de negócio mais recente e inovador, as startups, segundo Silva et al. (2025), encontram obstáculos para se firmar em um mercado ainda fortemente influenciado por práticas empresariais tradicionais. A formalização dessas empresas é considerada um passo fundamental, pois contribui para a proteção da propriedade intelectual e o fortalecimento do ecossistema de inovação. No entanto, esse ecossistema ainda enfrenta diversos desafios, como a burocracia excessiva, carência de infraestrutura adequada e a importância de estabelecer parcerias estratégicas entre governo, setor produtivo e instituições acadêmicas.

Zaire e Nogueira (2024), afirmam que a inovação ainda é um conceito tratado de maneira bastante subjetiva, frequentemente vinculado ao ambiente econômico e empresarial. Não há uma definição única considerada superior, ao contrário, diferentes interpretações e estratégias de inovação podem existir, dialogando entre si e contribuindo para uma visão mais ampla e complementar, especialmente no que diz respeito ao papel das startups como agentes inovadores.

Seguindo nessa mesma visão, favorável ao desenvolvimento de negócios e à geração de novas ideias, que Silva et al. (2025) definem que são as políticas públicas as responsáveis por desempenham um papel essencial ao criar condições que favoreçam a inovação e o avanço das startups, estimulando a criatividade e a experimentação.

Já Soares (2024), parte do pressuposto que a “governança corporativa” pode atuar como um pilar de estabilidade, ou seja, funciona como um alicerce, para que as startups enfrentem os desafios de um ambiente instável com mais segurança e organização. Segundo a autora, ela ajuda a equilibrar a necessidade de crescer e inovar rapidamente com práticas sólidas de gestão, como a transparência nas finanças, o cumprimento das leis e a definição de responsabilidades. Isso faz com que investidores e parceiros se sintam mais seguros ao apoiar essas empresas, já que percebem um comprometimento com boas práticas e uma menor exposição a riscos.

Mas medidas como incentivos fiscais, redução da burocracia e acesso facilitado ao crédito são exemplos de iniciativas que tornam o ambiente mais acessível e menos restritivo para os empreendedores. Essas ações ajudam a diminuir custos e obstáculos, oferecem suporte financeiro e permitem que os fundadores foquem em inovar e expandir seus negócios. Ao serem implementadas, essas políticas fortalecem as startups, tornando-as mais dinâmicas, competitivas, diversas e sustentáveis (Silva et al., 2025).

Na mesma linha de análise, Rodrigues et al. (2024) argumentam que as startups são negócios flexíveis que operam em um ambiente instável e em constante mudança. Elas lidam com um mercado imprevisível, onde os hábitos dos consumidores mudam rapidamente e as inovações tecnológicas se tornam obsoletas em pouco tempo. Nesse contexto, falhar ao tentar desenvolver uma ideia inovadora

é algo frequente, e inovar continuamente em produtos, serviços e processos se tornou um requisito fundamental para garantir a competitividade e a sobrevivência no mercado.

Também essas empresas enfrentam dificuldades específicas para implementar certas práticas principalmente por conta da escassez de recursos financeiros e de pessoal. Além disso, seus líderes tendem a evitar regras mais rígidas, buscando preservar a rapidez nas ações. Assim sendo, para superar esses desafios é necessário adotar mecanismos mais flexíveis, que consigam atender às exigências dessas empresas em constante mudança. Quando bem utilizados, esses mecanismos, ajudam a tornar as informações mais transparentes e a melhorar as escolhas estratégicas, o que é crucial em um cenário instável e arriscado (Soares, 2024).

Após o levantamento de todos esses pontos, fica claro que as startups representam um pilar para a inovação e o crescimento econômico, mesmo diante de um cenário de alta competitividade e incertezas. Embora enfrentem desafios como a carência de recursos, a intensa burocracia e a alta taxa de mortalidade, a sua natureza flexível e disruptiva as posiciona como agentes de transformação. Para que possam prosperar, é fundamental que haja um ecossistema de apoio que combine políticas públicas eficazes, governança corporativa sólida e parcerias estratégicas, permitindo que essas empresas superem as dificuldades e continuem a gerar empregos, riqueza e soluções inovadoras para o mercado.

2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL E AS TEORIAS DE TRADE-OFF E PECKING ORDER

A estrutura de capital é um dos temas mais relevantes e complexos nas finanças, sendo um ponto central para entender a saúde financeira, o risco e a sustentabilidade das organizações. Apesar de décadas de estudos teóricos e empíricos, a diversidade de resultados demonstra que o tema ainda não está totalmente resolvido. Essa complexidade se aprofunda ao analisar o contexto das startups, empresas jovens e inovadoras, mas com alto risco, abundância de ativos intangíveis e baixa lucratividade inicial. Nesse cenário, o financiamento se torna um desafio, e o presente estudo busca analisar como a estrutura de capital dessas empresas é formada, utilizando como base as duas principais abordagens teóricas: a Teoria de Trade-off e a Teoria de Pecking Order.

Estudos sobre a composição da estrutura de capital de empresas brasileiras é fundamental para se ter compreensão da saúde financeira, o risco e a sustentabilidade das organizações. Faz-se necessário também, a análise de sua composição e que seus determinantes podem fornecer insights (estilos, ideias momentânea de algo), que são valiosos para investidores, credores, financiadores, gestores e demais stakeholders, apoiando na tomada de decisões e contribuindo para um ambiente de negócios mais transparente e eficiente (Souza, Sardeiro e Silva, 2022).

O assunto “estrutura de capital das empresas”, tem sido objeto de diversos estudos teóricos e empíricos ao longo das últimas décadas, e as pesquisas sobre este assunto são consideradas dentre as mais relevantes na área de finanças. Embora a estrutura de capital ser assunto pertinentes, a diversidade de resultados dos trabalhos mais recentes conclui que se trata ainda de um tema não resolvido (Correa, Basso e Nakamura, 2013).

Segundo Britto, Corrar e Batistella (2007), um centralizador dos temas da teoria de finanças corporativas diz respeito à estrutura de capital das empresas. No entendimento deles estrutura de capital refere-se à forma como as empresas utilizam capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos, ou seja, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros envolvem os recursos obtidos por meio de dívidas. Por mais que o assunto vem de anos, cerca de 50 anos de estudos por meio acadêmicos, a diversidade das evidências empíricas leva a crer que o assunto ainda não foi muito explorado. Na concepção dos autores, os trabalhos passaram a levar em conta as imperfeições existentes no mercado, formando um conjunto de novas teorias sobre estrutura de capital, imperfeições essas como: impostos, custos de falência, custos de agência e assimetria de informações.

Sob a perspectiva de Rosa et al. (2024), entendem a estrutura de capital como a maneira tal qual uma empresa escolhe combinar recursos próprios e recursos obtidos por meio de terceiros para financiar suas operações. Essa escolha envolve decisões estratégicas que buscam equilibrar o custo e o risco do financiamento, com o objetivo de manter a saúde financeira e aumentar o valor da empresa ao longo do tempo. A estrutura de capital é vista como algo que muda de acordo com características da empresa, como seu tamanho, estágio de desenvolvimento, ambiente legal e práticas de governança. Compreender esses fatores, segundo os autores, é fundamental para melhorar a gestão financeira das organizações e promover políticas públicas mais eficazes para o crescimento empresarial.

Em se tratando de gestão financeira, segundo a teoria tradicional, a estrutura de capital influencia o valor da empresa, mas o custo do capital de terceiros mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco percebido pelos credores. Como o capital de terceiros costuma ser mais barato que o próprio, a empresa deveria buscar se endividar até o ponto em que o custo médio ponderado de capital fosse o mais baixo possível. Esse ponto seria o ideal, pois representaria a estrutura de capital mais eficiente, capaz de gerar o maior valor para a empresa (Britto, Corrar e Batistella, 2007).

Segundo Belli, Oliveira e de Oliveira (2024), a administração financeira precisa ser feita com muito cuidado, pois ela impacta diretamente nos gastos e nas decisões que a empresa toma para crescer e se manter no mercado. A estrutura de capital, que é parte dessa administração, mostra de onde vem

o dinheiro que a empresa usa (se é próprio ou emprestado) e quanto ela está disposta a se endividar. O objetivo é encontrar a melhor forma de financiar as atividades da empresa gastando o mínimo possível, sempre alinhada à estratégia do negócio.

Em conformidade com Correa, Basso e Nakamura (2013), diversas abordagens teóricas são discutidas e testadas na literatura financeira, no entanto, fizeram um estudo que buscou analisar o nível de endividamento das maiores empresas brasileiras, à luz das duas principais teorias que abordam sobre o assunto, a teoria de Pecking Order e a teoria do Trade-off. Para eles, a teoria do Pecking Order sugere a existência de uma hierarquia no uso de fontes de recursos, enquanto a teoria de trade-off considera a existência de uma estrutura meta de capital que seria perseguida pela empresa.

Os autores Britto, Corrar e Batistella (2007), realizaram um estudo empírico sobre a relação entre a estrutura de capital das maiores empresas atuantes no Brasil e alguns fatores apontados pela teoria de finanças como seu determinante. Em se tratando do determinante “rentabilidade” e o “endividamento”, para os autores na Teoria do Pecking Order, há uma hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, dando preferência a financiar seus investimentos por meio da retenção de lucros, em desfavor a recursos de terceiros e a capitais novos dos acionistas. Assim, a capacidade de gerar lucros da empresa influenciaria sua estrutura de capital, portanto, empresas mais lucrativas são menos endividadas. No entanto, com a pesquisa deles, concluíram que há uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento, ou seja, o fator rentabilidade não é determinante na estrutura de capital das empresas.

A teoria da hierarquia, ou Pecking Order, conforme Sobrinho e Fouto (2025), propõe que as empresas preferem financiar seus projetos com recursos próprios, para evitar custos relacionados à emissão de dívida ou ações, especialmente quando há assimetria de informações entre gestores e investidores. Já a teoria do Trade-off defende que as empresas tomam decisões mais calculadas, buscando uma estrutura de capital ideal que equilibre os benefícios da dívida (como a dedução fiscal dos juros), com os riscos e custos associados ao endividamento, como a possibilidade de falência. Enquanto a primeira enfatiza a ordem de preferência nas fontes de financiamento, a segunda foca na busca por um ponto de equilíbrio entre risco e retorno.

Em síntese, Belli, Oliveira e Oliveira (2024), afirmam que a teoria do Trade-off é uma ferramenta essencial para uma boa gestão porque ajuda a equilibrar diferentes escolhas e decisões dentro da empresa. Ele permite que os gestores analisem bem as opções disponíveis, considerando os recursos limitados e os possíveis resultados de cada decisão. Essa abordagem leva em conta diferentes pontos de vista, interesses e conhecimentos das pessoas envolvidas no processo, ajudando a encontrar soluções mais equilibradas e eficientes para a empresa. Os mesmos autores ainda mencionam que na

teoria de Pecking Order (ou hierarquia de financiamento) as empresas preferem usar primeiro os recursos que já possuem internamente, como os lucros retidos. O valor pago em dividendos é ajustado conforme as oportunidades de investimento, mas tenta-se manter estável, pois mudanças podem enviar sinais ao mercado. Quando o lucro não é suficiente para cobrir os investimentos, a empresa usa suas reservas de caixa ou vende ativos. Se ainda assim for necessário buscar dinheiro fora, ela opta primeiro por dívidas, depois por títulos conversíveis e, só em último caso, pela emissão de ações, que é a opção menos desejada.

No entanto, para Pereira (2024), a estrutura ótima de capital é aquela que equilibra o uso de recursos próprios e de terceiros (como empréstimos) para aumentar o valor da empresa. Para a teoria do Trade-off, qual defende que existe uma estrutura ideal de endividamento que a empresa deve buscar, avaliando os custos e benefícios de usar dívidas. Já a teoria do Pecking Order afirma que as empresas seguem uma ordem de preferência ao buscar financiamento: primeiro usam o dinheiro que já têm (lucros), depois recorrem a dívidas, e só em último caso emitem ações.

Ainda Colombo et al. (2021) mencionam, a teoria Trade-off auxilia na explicação dos resultados encontrados, ou seja, a teoria sugere que as empresas que possuem alto nível de ativos intangíveis, alto risco de mercado e baixa rentabilidade, por exemplo as startups deste estudo, não obtêm dívidas bancárias como uma opção viável de financiamento. Com isso, o estudo mostrou que nenhuma empresa da amostra captou recursos via financiamento bancário. Mas a teoria de Pecking Order ajuda a compreender melhor resultados. De acordo com a Pecking Order, os recursos gerados internamente é a primeira fonte de recursos utilizada pelas empresas. Os resultados apresentados no estudo revelaram que, a partir do terceiro ano, os recursos internos passam a ser utilizados pelas empresas, ou seja, justamente no momento em que maior parte da amostra começa a gerar lucro no período.

Dadas as complexidades e os desafios de financiamento específicos das startups, a análise de sua estrutura de capital à luz das teorias de Trade-off e Pecking Order não apenas aprofunda a compreensão acadêmica, mas também oferece revelações práticas. O estudo dessas teorias em um contexto tão particular permite identificar qual delas melhor descreve e prevê o comportamento de financiamento dessas empresas, auxiliando gestores na tomada de decisões estratégicas e fornecendo um guia para investidores e formuladores de políticas públicas que buscam fomentar um ecossistema de inovação mais robusto e sustentável.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A abordagem metodológica deste estudo, quanto à sua natureza, foi um estudo empírico. Este tipo de pesquisa se baseia na observação direta e na coleta de dados da realidade, permitindo que a análise seja fundamentada em evidências práticas (Gil, 2010). Ao investigar a estrutura de capital de startups, a abordagem empírica serviu para contextualizar as teorias financeiras com o comportamento real de empresas no mercado.

Quanto aos objetivos, a pesquisa foi descritiva. Conforme Beuren (2008), o propósito da pesquisa descritiva é analisar e descrever as características de um fenômeno, sem manipular variáveis. Nesse sentido, o estudo focou em identificar e analisar as características da estrutura de capital das startups, descrevendo os padrões de financiamento e as fontes de recursos que elas priorizam em seu desenvolvimento.

No que se refere aos procedimentos, a pesquisa utilizou a revisão bibliográfica como técnica principal. Este procedimento, alicerçado no uso de materiais já publicados, como artigos científicos, teses e dissertações, foi fundamental para o levantamento de conceitos e teorias que sustentam a discussão sobre a estrutura de capital. A coleta de dados secundários serviu para reunir conhecimentos necessários para esclarecer a problemática da pesquisa, que visou identificar se as Teorias de Trade-off e Pecking Order podem ser observadas no contexto do financiamento de startups.

4 RESULTADO DA PESQUISA

A pesquisa realizada para elaboração deste artigo, foi feita com o auxílio de outros estudos, outras pesquisas já realizadas que envolveram o assunto. Percebeu-se que as startups têm grande quantidade de ativo intangível, o que as tornam com menos credibilidade para seus possíveis investidores, pois são ativos que não se pode pegar, tocar, com a propriedade de um ativo tangível poderiam ter mais investidores (Colombo et al., 2021; Silva et al., 2024).

Essas organizações são bastante audaciosas, na tentativa de adentrar no mercado, muitas vezes, sem ter o conhecimento de como deveria ser sua estrutura de capital e a tendência delas é não apresentar lucro ou retorno financeiros nos primeiros anos de sua existência, informação que por vezes os proprietários de startups não são sabedores, mas elas acabam desempenhando um papel muito significativo na economia do mundo todo (Gereto; Sarfati, 2019).

A ideia do empreendedorismo vem, geralmente, das pessoas mais jovens com a intenção de começar seus negócios no mercado de trabalho e financeiro, com ideias inovadoras e tencionando expandirem, no passar dos anos, cada vez com mais investimentos (Rodrigues, Carvalho Neto; Diniz, 2021). Mas para que isso ocorra, precisam conhecer sua própria estrutura de capital, primordialmente.

O assunto estrutura de capital das organizações, é considerado no mundo das finanças, como um dos mais importantes e os mais aprofundados nas pesquisas e estudos acadêmicos, mas, apesar de explorado e dos anos de estudos, não será possível tão brevemente sanar todos os questionamentos a respeito. Constatou-se após a pesquisa, que as startups não aderem aos financiamentos bancários, acreditando não ser viável para elas, vistos também não terem garantias para tal. No entanto, como descreve a Teoria Pecking Order, optam inicialmente por absorver os recursos dos sócios e seus fundadores, após alguns anos que conseguem utilizar os recursos internos, é quando começam a obter os lucros tão esperados.

Nota-se que as instituições financeiras oferecem recursos de forma limitada às startups, já que essas empresas não possuem ativos tangíveis para apresentar como garantia. Contudo, há perspectivas de crescimento e possibilidades de garantias futuras que podem ampliar seu acesso a financiamentos.

5 ESTUDOS ANTERIORES REVISADOS

A literatura acadêmica sobre startups e sua estrutura de capital tem se expandido, revelando a complexidade dos desafios de financiamento que essas empresas enfrentam. Os estudos se debruçaram sobre os fatores que influenciam a tomada de decisões financeiras, a alta taxa de mortalidade e o papel de diferentes agentes nesse ecossistema. Pesquisas de Silva et al. (2015), Colombo et al. (2021) e Simões (2023) mostram que a escassez de garantias e o elevado risco inibem o acesso a financiamentos tradicionais, levando a uma preferência por capital dos próprios fundadores e recursos internos. Outros trabalhos, como os de Machado et al. (2016) e Segalla et al. (2020), destacam a importância do capital estrutural e de parcerias com incubadoras e investidores para o sucesso e a longevidade dessas empresas. Além disso, a análise de setores específicos, como o de fintechs, por Guimarães e Sena (2025), reforça a aplicabilidade da Teoria de Pecking Order como um modelo explicativo predominante para a hierarquia de financiamento dessas organizações inovadoras.

Silva et al. (2015) examinaram a maneira de como as startups portuguesas estruturam seus recursos financeiros, considerando diversos fatores, como a dimensão da empresa, a composição de seus ativos, a forma jurídica adotada, as intenções de crescimento, as oportunidades de mercado e o perfil dos empreendedores, incluindo sua experiência e formação. Os autores apontam que todos esses elementos têm um impacto relevante na formação financeira dessas empresas. Além disso, ressaltam que a escassez de garantias e o elevado risco associado à natureza inovadora das startups, tornam mais difícil a obtenção de financiamento, o que pode afetar o êxito do empreendimento e dificultar sua consolidação no mercado.

O estudo de Machado et al. (2016) teve como objetivo analisar a influência do capital estrutural no sucesso de startups incubadas. Para isso, a metodologia empregada envolveu a coleta e análise de dados empíricos por meio da aplicação de um instrumento validado em 21 startups incubadas na região Sul do Brasil. Os resultados da pesquisa indicaram que o capital estrutural, especialmente o apoio em infraestrutura física e tecnológica fornecido pelas incubadoras, exerce uma influência significativa no sucesso dessas empresas. O estudo também contribuiu para preencher a lacuna de trabalhos científicos que abordam a relação direta entre capital estrutural e o sucesso de startups no ambiente de incubação.

Enquanto Silva et al. (2015) destacam os desafios financeiros enfrentados pelas startups portuguesas, Segalla et al. (2020) ampliam a discussão ao analisar os fatores que determinam tanto o sucesso quanto o fracasso dessas empresas, partindo da constatação de sua alta taxa de mortalidade. Para isso, foi desenvolvida uma pesquisa bibliográfica baseada em diferentes autores nacionais e internacionais que tratam da história, das características e dos processos de gestão dessas empresas. Os resultados apontaram que o conhecimento aprofundado do mercado, a associação com incubadoras, aceleradoras e investidores anjo, bem como a definição clara de metas e a capacitação dos empreendedores, são elementos fundamentais para garantir vida longa a essas organizações inovadoras. Além disso, os autores evidenciaram que a falta de planejamento, a cultura de copiar modelos estrangeiros e o excesso de investimento inicial podem comprometer a continuidade das startups, reforçando a importância de um gerenciamento estratégico voltado para inovação e adaptação constante.

Colombo et al. (2021), investigaram como startups estruturam seu financiamento à luz das teorias Trade-off e Pecking Order, baseados em uma pesquisa com 40 startups de Ribeirão Preto/SP, ao longo dos quatro primeiros anos de existência. Os autores mostram que, nos primeiros anos, a principal fonte de capital é o dos próprios sócios. A partir do terceiro ano, conforme algumas startups começam a gerar lucro, observa-se aumento no uso de recursos internos, ainda que esses montantes sejam limitados. Não há uso de dívida bancária na amostra analisada, e equity externo (como investimento anjo ou outros fundos de investimentos) aparece principalmente em Biotecs e Healthtechs (empresas que aplicam tecnologia para resolver problemas na saúde) ou em estágios posteriores. Assim, definiram que o padrão observado se depara mais com a teoria do Pecking Order.

De forma semelhante, Simões (2023) realizou uma investigação objetivando compreender as decisões de financiamento das startups em Portugal. Utilizou questionário destinado às empresas, contendo perguntas de resposta aberta e fechada, procurando chegar ao maior número possível de startups de diferentes setores de atividade. Concluiu que as decisões de financiamento de uma startup são uma condição para o seu sucesso. Numa fase inicial da empresa, a preferência recai sobre o

financiamento dos fundadores, nas fases seguintes é notório a preferência do financiamento interno, sendo que só em último caso recorrem ao financiamento externo, confirmando a aplicabilidade da Teoria Pecking Order.

O estudo de Guimarães e Sena (2025) teve como objetivo analisar os determinantes da estrutura de capital das fintechs de crédito no Brasil, utilizando como referencial a Teoria de Pecking Order. A metodologia consistiu em uma análise de regressão linear múltipla, com dados coletados do Banco Central do Brasil para uma amostra de 1.135 instituições observadas entre 2018 e 2023. Os principais resultados do estudo confirmaram a forte capacidade preditiva da teoria de Pecking Order, revelando uma relação positiva entre o tamanho do ativo e o capital de terceiros, e uma relação negativa entre a lucratividade e o endividamento, o que corrobora as hipóteses iniciais da pesquisa.

De modo geral, a revisão da literatura demonstrou que as startups são um campo fértil para a pesquisa em finanças, e as diversas abordagens teóricas, como a Teoria de Pecking Order, têm se mostrado fundamentais para explicar o complexo processo de financiamento dessas empresas. A predominância do uso de recursos internos e de fundos de sócios em detrimento de dívidas bancárias é uma constante nos estudos analisados, reforçando a importância de fatores como a inovação, o risco, o capital estrutural e o apoio de incubadoras e políticas públicas na sustentabilidade do negócio. Assim, o entendimento aprofundado desses fatores otimiza a gestão financeira e impulsiona o crescimento do ecossistema empreendedor.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As startups, tem características diferenciadas das demais empresas do mercado, suas ideias são de inovação, modelo diferenciado para investidores. De início elas não resultarão à seus sócios e idealizadores um lucro, mas após alguns poucos anos de atividades, pode chegar o retorno tão desejado, isso caso não ocorra sua extinção prematuramente, por falta de recursos, ou até mesmo por não terem um plano de negócio finalizado para a startup.

O presente estudo teve como objetivo analisar a estrutura de capital das startups à luz das teorias Trade-off e Pecking Order. Para isso, explorou-se a natureza dessas empresas, caracterizadas pela inovação, alto risco e escassez inicial de recursos, e como esses fatores influenciam suas escolhas de financiamento. Também explorou sobre a estrutura de capital das startups e as teorias que a definem.

A metodologia adotada foi de natureza empírica e descritiva, baseada em uma pesquisa bibliográfica e análise de conteúdo que buscou conhecimentos publicados para investigar a presença das referidas teorias nas práticas de financiamento das startups.

Os resultados da pesquisa evidenciaram que a Teoria de Pecking Order se mostra a mais aplicável ao contexto dessas empresas. Foi constatado que, devido à falta de garantias, as startups evitam financiamentos bancários e, em vez disso, priorizam uma hierarquia de recursos: primeiro, os aportes dos fundadores; e, posteriormente, os recursos internos gerados, à medida que a empresa alcança rentabilidade. A Teoria de Trade-off, por sua vez, mostrou-se menos relevante para explicar o comportamento de financiamento neste cenário.

Como limitação do estudo, destaca-se a dependência de dados secundários e a ausência de um estudo de caso local. Diante disso, sugere-se que futuras pesquisas investiguem as necessidades específicas de startups locais, analisem os incentivos disponíveis e verifiquem se as teorias de financiamento abordadas neste artigo também se aplicam a essa realidade regional.

As contribuições deste trabalho são tanto teóricas quanto práticas. Ao confirmar a relevância da Teoria de Pecking Order para o financiamento de startups, o estudo preenche uma lacuna na literatura e oferece um guia para empreendedores que, muitas vezes, desconhecem a melhor estrutura de capital para seus negócios. Além disso, as evidências podem servir de base para o desenvolvimento de políticas públicas e iniciativas de apoio que, por meio de treinamentos, incentivos governamentais e recursos de investidores, ajudem a fortalecer o ecossistema de startups e a reduzir a alta taxa de mortalidade dessas empresas.

REFERÊNCIAS

- BELLI, J. T.; OLIVEIRA, A. B. S.; DE OLIVEIRA, E. C. Estrutura de capital das empresas listadas na B3: pecking order versus trade-off e a influência de indicadores financeiros. **Caderno Pedagógico**, [S. l.], v. 21, n. 1, p. 239–264, 2024.
- BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3 ed., atual. São Paulo: Atlas, 2008.
- BRASIL. **Lei complementar 182, de 1º de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador**. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm. Acessado em 19/06/2025.
- BRITO, Giovani Antonio Silva; Corrar, Luiz J.; Batistella, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, p. 9-19, 2007.
- COLOMBO, G. de Carvalho. Gomes, M. da Costa, EÇA, J. P. Augusto. & Do Valle, M. R. (2021). Análise da Estrutura de Capital de *Startups* à Luz das Teorias de *Trade-off* e *Pecking Order*. In: **Anais USP International Conference in Accounting**, 21. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/21UspInternational/ArtigosDownload/3124.pdf>. Acessado em 25/07/2024.
- CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshiro. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das Teorias de Pecking-Order e Trade-Off, usando Panel Data. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, p. 106-133, 2013.
- CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. ed. 3. Porto Alegre: Artmed, 2010.
- GARCIA, R. G.; GUIMARÃES, A. P.; SILVA, S. M.; COSTA, A. M. O sistema nacional de inovação e o modelo brasileiro de fomento às startups. **Caderno Pedagógico**, [S. l.], v. 21, n. 12, p. e10278, 2024.
- GERETO, M.; SARFATI, G. Caracterização do ciclo de investimentos de venture capital em startups brasileiras em termos de rodadas de investimentos e estratégias de desinvestimento a partir de dados da Crunchbase. **Revista da Micro e Pequena Empresa**, v. 13, n. 3, p. 38-54, 2019.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. ed. 5. São Paulo: Atlas, 2010.
- GUIMARÃES, K. S. R.; SENA, T. R. Determinantes da estrutura de capital das fintechs de crédito brasileiras: UMA ANÁLISE À LUZ DA TEORIA PECKING ORDER. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 25, n. 2, p. 8-19, 2024.
- MACHADO, E., et al. Análise da influência do capital estrutural no sucesso de startups incubadas: uma pesquisa com 21 empreendedores. **International Journal of Innovation: IJI Journal**, v. 4, n. 1, p. 46-57, 2016.

PEREIRA, Carmem Campos. **Determinantes de estrutura de capital no setor de saúde do Brasil.** 2025. Adelpha Repositório Digital. Disponível em: <https://dspace.mackenzie.br/bitstreams/bed2dac3-f9f9-4186-910e-9bd13c8198fb/download>. Acesso em: 30/06/2025.

RODRIGUES, M. L. A.; BARBOSA, D. H.; SILVA, F. de S.; COTRIM, S. L.; GALDAMEZ, E. V. C.; LEAL, G. C. L. Proposta de modelo para o processo de desenvolvimento de produtos aplicado às startups. **Gestão e Desenvolvimento em Revista**, [S. l.], v. 10, n. 1, 2024.

RODRIGUES, T. M.; CARVALHO NETO, A. M.; DINIZ, D. M. A percepção de jovens da Geração Z sobre o trabalho com tecnologia em Startups. Navus: **Revista de Gestão e Tecnologia**, n. 11, p. 38, 2021.

ROSA, M. J. A.; ROCHA, P. R. M.; VENDRUSCOLO, M. I.; VICTOR, F. G. Estrutura de capital: oportunidades para estudos e pesquisa no Brasil. **Revista de Gestão e Secretariado**, [S. l.], v. 15, n. 4, p. e3736, 2024. DOI: 10.7769/gesec.v15i4.3736.

SEGALLA, A. V. Z.; FERNANDES, H. W.; DOMINGUES, J. A. R.; KOGA, M. H.; SIQUEIRA, N. S. Startups: qual o caminho para o sucesso? **Revista Acadêmica de Tecnologias em Educação**. Edição especial. 2020.

SILVA, L. R. R.; GOMES, L. P.; RAMOS, P. **Estrutura de financiamento das empresas startups em Portugal.** 2015. Disponível em: <http://www.aeca1.org/xviiencuentroaeca/comunicaciones/22b.pdf>. Acessado em 29/07/2024.

SILVA, A. M. A.; RAMOS, M. V.; MEDEIROS, S. A. S.; SILVA, W. M. de S.; LIMA, K. de M. Inovação e formalidade: o impacto da legalização das startups no Seridó. **Revista de Ensino, Pesquisa e Extensão em Gestão**, [S. l.], v. 8, n. Edição Especial, p. e40454, 2025.

SILVA, P. H. N.; ANJOS, M. A. D.; AMORIM, D. A.; SILVA COSTA, S. T.; SANTOS, M. G. A. Desafios contábeis em empresas startups. **Revista GeTeC**, 20, 2024.

SILVA SOBRINHO, C. A. C.; FOUTO, N. M. M. D. Produção audiovisual independente no Brasil e startups: um paralelo sob a perspectiva da teoria de hierarquia das fontes de financiamento. **Revista Delos**. [S. l.], v. 18, n. 64, p. e3946, 2025.

SIMÕES, R. A. R. **Financiamento das startups em Portugal.** FCSH - DGE | Dissertações de Mestrado e Teses de Doutorado. 2023. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.6/13868>. Acessado em 29/07/2024.

SOARES, M. R. A. **A influência da governança corporativa na redução de riscos para investidores em startups.** 2024. 28 f. Artigo (Bacharelado em Administração) - Universidade Estadual do Piauí, Teresina, 2025. Disponível em: <https://sistemas2.uespi.br/bitstream/tede/1638/2/MONOGRAFIA%20COMPLETA.pdf>. Acesso em: 20/06/2025.

SOUZA DE SOUZA, P. V. L.; SARDEIRO, S. M.; CÁSSIA, V.; SILVA, P. (2022). Estrutura de capital de empresas brasileiras à luz das Teorias do Trade-Off, Pecking-Order e Market timing capital. **Revista UNEMAT de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 99-120, 2022.

VIEIRA, M. C. **Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras da nova economia.** 2024. Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Disponível em: https://repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/13118/Mauricio%20Corr%C3%AAA%20Vieira_PROTEGIDO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 27/06/2025.

ZAIRE, D. A. N; NOGUEIRA, H. A. S. Inovação: das definições às startups. **Revista Conexão na Amazônia**, [S. l.], v. 5, n. 1, p. 37–53, 2024.