

VALUATION EM ORGANIZAÇÕES HÍBRIDAS: UM MODELO EM PERSPECTIVA

Data de aceite: 26/08/2024

Seimor Walchhutter

Universidade Federal de Rondônia (Unir)
<https://lattes.cnpq.br/7714262057936175>

Artigo resultado do Trabalho de Conclusão de Curso apresentado para obtenção do título de especialista em Finanças e Controladoria pela Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da Universidade de São Paulo – USP/ESALQ no ano de 2023.

RESUMO: Os esforços teóricos dos modelos de avaliação de empresas que procuram medir o desempenho financeiro e valor econômico, por apresentarem ausência de convergência, é o principal fator motivacional dessa pesquisa, especificamente em organizações híbridas, cujas finanças e objetivos sustentáveis são inicialmente axiomáticos por tentarem equalizar equilíbrio social e por vezes ambiental em detrimento do econômico. Nessa direção, o objetivo dessa pesquisa é analisar a eficiência das métricas de “valuation” como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas. A pergunta que orienta essa pesquisa é: em que medida os

modelos de avaliação de empresas podem ser considerados como determinante para a compreensão da gestão baseada em valor em organizações híbridas? Para atingir esse objetivo foram investigadas cinco empresas em diferentes setores. Foram realizadas dezenove entrevistas em profundidade com os principais “stakeholders” dessas organizações em dois eixos teóricos, das capacidades diferenciadoras e das estratégias financeiras. Os resultados indicam que os critérios utilizados no conceito de “valuation” não conseguem explicar totalmente o desempenho financeiro das organizações híbridas, e que as tensões organizacionais desse tipo organizacional são inerentes e indissociáveis. A contribuição dessa pesquisa reside em duas dimensões: a primeira teórica ao compreender o conceito de “valuation” especificamente em organizações híbridas, e a segunda de caráter gerencial ao propor um modelo teórico explicativo pelo qual os gestores poderão compreender as métricas de desempenho mais adequadas para mensurar os direcionadores de valor desse tipo organizacional.

PALAVRAS-CHAVE: métricas de avaliação empresas; valor de empresas; hibridismo organizacional.

VALUATION IN HYBRID ORGANIZATIONS: A PERSPECTIVE MODEL

ABSTRACT: The theoretical effort of business valuation models that seek to measure the financial performance and economic value of companies, since they do not find convergence among themselves, is the main motivational criterion of this research. Especially in hybrid organizations, whose objectives are initially paradoxical because they try to equalize social and sometimes environmental performance instead of economic balance. In this perspective, the objective of this research was to discuss the limitations of valuation metrics as a measure of economic performance and value arbitrage in hybrid organizations. The question that guided this research was: to what extent can business valuation models be considered as a determinant for understanding value-based management in social impact businesses? To achieve this goal, five companies from different sectors were investigated. Nineteen in-depth interviews were carried out with the managers and employees of these organizations in four organizational dimensions according to the literature (2019) e Wyatt (2022). The results show that the methodologies used in the evaluation of companies on the one hand, cannot explain the phenomenon of hybrid organizations, on the other hand, they indicate credible quantitative procedures to reduce the organizational tensions arising from different objectives. The contribution of this research lies in two dimensions: the first theoretical, by understanding the concept of evaluation specifically in hybrid organizations, and the second, practical, by identifying financial performance metrics for managers, initially contrary to the mission, vision, and values of this organizational type.

KEYWORDS: business valuation models, value of companies, organizational hybridism

INTRODUÇÃO

Quanto vale uma empresa? Quanto vale um negócio? Essas perguntas abrem um horizonte de possibilidade de respostas. Cada resposta pode ser de forma diferente e ainda, todas estarem corretas, pois o fundamento dessa resposta reside nas crenças, valores e perspectivas individuais, especialmente, em relação ao custo de oportunidade e da continuidade das operações da empresa, ou seja, depende indubitavelmente de expectativas futuras.

Uma forma simples de expressar a resposta, encontra-se nos resultados dos estudos de Wyatt (2022) e poderia ser assim: vale tanto quanto for a capacidade de riqueza gerada de um empreendimento; ou de uma maneira mais técnica e complexa: uma empresa vale de acordo com sua capacidade de gerar valor econômico, representado por um resultado que supera o custo de capital do investidor (Damodaran, 2007; Assaf Neto, 2019 e 2021).

No entanto, de acordo com a tipologia das organizações híbridas, há um paradoxo organizacional conforme afirma Jay (2013) e nesse caso, esperar que o retorno sobre os investimentos deva ser maior que a remuneração exigida pelos donos de capital na expectativa de gerar valor econômico, coloca em perspectiva a aplicação do conceito de “valuation” a partir do próprio pressuposto do conceito. Organizações híbridas não operam conforme a lógica fundamentalista de mercados (Battilana e Lee, 2014; Doherty, Haugh e Lyon, 2014).

O hibridismo organizacional é definido por Yunus (2006) como Negócios Sociais [NS] ou conforme definido por Comini (2016), Borzaga, Depredi e Galera (2012) como Negócios de Impacto Social [NIS], em ambos os casos, foram tratados nessa pesquisa como Organizações Híbridas [OH] cuja missão, visão e valores se propõem a resolver problemas sociais e ambientais por meio da lógica de mercados (Defourny e Nyssens 2017a.; Margiono, Zolin e Chang, 2018).

É importante destacar que as organizações híbridas, conceituadas como NS ou NIS, possuem dados estatísticos impressionantes. No Brasil, de acordo com a Agência Brasil (2023) há 17 milhões de microempreendimentos, responsáveis por 52% de postos de trabalho e 27% do Produto Interno Bruto [PIB], sendo que oitocentos mil, são negócios de impacto social. Na América Latina, empreendimentos dessa natureza alcançaram investimentos nos anos de 2014 e 2015 de 1.3 bilhões de dólares com o Brasil liderando como o segundo maior mercado global. No mundo, os NS movimentam aproximadamente 60 bilhões de dólares de acordo com o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento [PANUD], (PANUD, 2023). Esses dados justificam, portanto, trabalhos empíricos que relacionam métricas de desempenho econômico com esse tipo organizacional.

As organizações híbridas são organizações que situam-se nas fronteiras entre o setor privado, público e da sociedade civil conforme afirmam Bills (2010), Grassl (2012) e Karré (2012) e possuem uma lógica cuja natureza e missão residem em reinvestimentos em larga escala dos lucros operacionais das empresas para aumentar a abrangência de seu impacto social e ambiental em detrimento da maximização da riqueza para o acionista, conceito considerado inversamente proporcional à lógica de mercados (Damodaran, 2007; Assaf Neto, 2019 e 2021).

Nessa perspectiva, o pressuposto que defende essa pesquisa sobre a finalidade de uma empresa existir está mais próximo ao conceito de Drucker (2010) do que o conceito de Gitman (2010) e Assaf Neto (2019). Para o primeiro autor, o propósito está no valor que as organizações trazem à sociedade, sendo o lucro ou a lucratividade compreendidos apenas como indicadores que validam a estratégia da empresa. E para os últimos, embora sejam convergentes em relação ao fato de que o valor econômico de uma empresa depende de critérios pautados em incertezas dos mercados, para esses autores, a única finalidade de uma empresa existir é de maximizar a riqueza ao acionista, ou seja, gerar valor econômico (Assaf Neto, 2019).

Assim, o objetivo dessa pesquisa é analisar em perspectiva a eficiência das métricas de “valuation” como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas. Foram investigadas organizações híbridas de diferentes setores de negócios em duas dimensões específicas destacadas por Assaf Neto (2019) que são, as capacidades diferenciadoras e diferenciadores de valor. Justifica-se esta proposta por duas razões: a primeira conforme já destacada pela literatura e corroborada nos achados dos estudos de Doherty, Haugh e Lyon (2014) que afirmam que a natureza

das organizações híbridas implica em atuarem com estrutura interna e lógica de mercado diferentes de organizações tradicionais do setor privado. A segunda porque a busca por trabalhos empíricos que relacionam “valuation” exclusivamente às organizações híbridas são fundamentalmente escassos, fato observado nas literaturas seminais de autores importantes sobre o tema de finanças, como Damodaran (2007), Assaf Neto (2019), Assaf Neto (2021) e Wyatt (2022) que não tratam do tema.

Os resultados indicam que as metodologias utilizadas no critério de “valuation” são incompletas e não conseguem explicar o fenômeno das organizações híbridas pois não consideram sua natureza. A contribuição desta pesquisa reside em dois eixos: o primeiro teórico ao compreender o conceito de “valuation” especificamente em organizações híbridas, e o segundo, prático, por identificar para os gestores, métricas de desempenho financeiro, adequadas à missão, visão e valores desse tipo organizacional.

MATERIAL E MÉTODOS

Após a organização da revisão da literatura, compreende-se a importância de apresentar o método. Yin (2015) assim como Godói et. al. (2017) sugerem que a estratégia de estudos multicase pode ser significativa na exploração do porquê ou do como os fenômenos acontecem. A abordagem qualitativa adotada foram as entrevistas em profundidade como principal método, orientada por um roteiro semiestruturado e amostra intencional. Embora seja uma estratégia das mais comuns considerada pelos autores, permite a emergência de dados com detalhamento específico de informações pelas quais, possa ser elaborada uma teoria.

Esse conceito é corroborado por aqueles propostos por Eisenhardt (1989) que defende a pesquisa indutiva como metodologia científica para formar a teoria. Todavia, ao contrário, e pelo próprio caráter epistemológico da proposta de investigação, essa pesquisa caracteriza-se como dedutiva, optando-se por uma abordagem nem subjetiva, tampouco objetiva, permitindo ao ator social, inserido no objeto de estudo, ser o protagonista da construção de sua idiossincrática realidade (Morgan e Smircich, 1980).

A primeira parte do roteiro foi fundamentada em cada uma das dimensões apresentadas nas matrizes de capacidades diferenciadoras e estratégias financeiras, pelas quais, baseado em Assaf Neto (2019) sintetizaram o referencial teórico sobre a medida de desempenho econômico e arbitragem de valor. A segunda parte, se relacionou às características das organizações híbridas, fato que possibilitou conhecer possível emergência de conflitos que podem surgir a partir dos paradoxos organizacionais (Walchhutter e Iizuka, 2019; Smith, Gonin e Besharov, 2013).

O roteiro procurou focar na trajetória do entrevistado na empresa e sua percepção sobre o equilíbrio entre os objetivos distintos, financeiro versus social e ambiental, conseqüentemente, sobre o hibridismo organizacional. Colocado de outra forma, o

desempenho financeiro e a capacidade de gerar lucro econômico, foram analisados em perspectiva, não de forma utilitarista, e sim, a partir do benefício que os resultados da empresa entregam à sociedade, conforme mostra a elaboração de um “framework” teórico explicativo.

Foram realizadas dezenove entrevistas de campo. As entrevistas, tiveram duração média esperada de 35 minutos, algumas realizadas presencialmente, outras por meio do uso de plataformas digitais de acordo com a disponibilidade do entrevistado. Vale a pena ressaltar que apenas os áudios foram gravados, e não as imagens. As organizações investigadas foram: um agente financeiro, um banco de microcrédito, uma empresa da construção civil, uma empresa de manufatura e uma empresa de consultoria em educação, inovação e sustentabilidade.

A escolha das organizações foi realizada de forma não aleatória entre o cruzamento dos bancos de dados encontrados nas literaturas e daqueles disponibilizados pelas agências de fomento e empresas de venture capital que investem nesse setor (Comini, 2016; Artemísia, 2023; ICE, 2023). Identificou-se empresas comuns aos bancos de dados. Em seguida, foram identificadas aquelas que se auto intitulavam organizações híbridas e que a missão organizacional da empresa estava de acordo com a definição de NS ou NIS (hibridismo organizacional) conforme a literatura. A próxima etapa determinante para a escolha foi o setor, ou seja, as empresas necessariamente precisavam ser de setores distintos.

O intuito da heterogeneidade do tipo amostral se justifica pela intenção de verificar convergências e divergências da utilização das métricas de “valuation” em organizações híbridas sob diferentes perspectivas, dessa forma, os achados de campo permitiram generalizar as inferências. Por fim, o último critério foi a acessibilidade, onde foram identificadas as regiões geográficas de instalação das empresas e a anuência para realização das entrevistas.

Essa escolha, não aleatória, foi utilizada para atingir o objetivo da pesquisa a partir da seguinte questão: em que medida os modelos de avaliação de empresas podem ser considerados como determinante para a compreensão da gestão baseada em valor em organizações híbridas? Assim, foi possível conduzir as entrevistas entre o final do segundo semestre de 2022 e o primeiro semestre de 2023. As entrevistas foram transcritas e os dados tratados e triangulados com a análise documental e observação não participante (Bardin, 2011; Yin, 2015). A Tabela 1 mostra o perfil dos entrevistados.

Entrevista / Código	Empresa / Setor	Departamento / Posição	Tempo de duração da Entrevista	Freq. (%)
BMCE1	Banco de Microcrédito	Fundadora	27min. 53seg.	4,79
BMCE2	Banco de Microcrédito	Diretoria Financeira (não acionista)	40min. 38seg.	7,10
BMCE3	Banco de Microcrédito	Beneficiário I	24min. 03seg.	4,26
BMCE4	Banco de Microcrédito	Beneficiário II	08min 44seg.	1,42
ECCE1	Empresa Construção Civil	Diretor de Marketing	53min. 05seg.	9,42
ECCE2	Empresa Construção Civil	Líder de Obra	41min. 18seg.	7,28
ECCE3	Empresa Construção Civil	Parceiro Fornecedor	53min. 07seg.	9,42
ECCE4	Empresa Construção Civil	Beneficiário (cliente)	07min. 21seg.	1,25
EME1	Empresa de Manufatura	Diretoria Administrativa (sócio prop.)	25min. 06seg.	4,45
EME2	Empresa de Manufatura	Gerente de RH & Comunicação	20min. 59seg.	3,55
EME3	Empresa de Manufatura	Auxiliar de Marketing	16min. 41seg.	2,84
EME4	Empresa de Manufatura	Fornecedor	24min. 14seg.	4,26
AFE1	Agente Financeiro	Sócio proprietário	23min. 01seg.	4,08
AFE2	Agente Financeiro	Diretoria Financeira (não acionista)	08min. 15seg.	1,42
AFE3	Agente Financeiro	Agente de Campo (analista)	06min. 23seg.	1,07
AFE4	Agente Financeiro	Beneficiário (cliente)	18min. 13seg.	3,20
ESG1	Consultoria Ed., In. e Sust.	Sócio proprietário (administradora)	59min. 04seg.	10,48
ESG2	Consultoria Ed., In. e Sust.	Analista de Sistemas (sócio trab.)	44min. 19seg.	7,81
ESG3	Consultoria Ed., In. e Sust.	Psicanalista (associada)	67min. 10seg.	11,90
Total	19 entrevistas	diferentes stakeholders	569min. 34seg.	100%

Tabela 1. Entrevistas realizadas em cada um dos estudos de caso

Fonte: Descrição dos entrevistados e tempo das entrevistas

Para servir de base para a proposição de um modelo conceitual, os gestores sócio proprietários, foram os primeiros a serem entrevistados. Esse grupo de entrevistados foram escolhidos por causa que a missão da empresa foi instituída a partir de suas crenças e valores. Em segundo lugar, foram procurados para entrevistas gestores em nível gerencial responsáveis por transmitirem a mesma filosofia de sentido da empresa existir a todos os outros colaboradores. A partir desse critério, de acordo com Parker, Scott e Geddes (2019) foi utilizado o método de bola-de-neve “snowball” para a seleção dos outros entrevistados. Essa abordagem proporcionou refletir sobre os conceitos do ponto de vista dos entrevistados (Leech e Onwuegbuzie, 2007).

Em relação ao perfil da amostra, esperava-se que alguns entrevistados fossem do gênero feminino, socio-proprietárias e diretoras. Outros entrevistados, perto de 80% da amostra, tenderam a ser gerentes, do gênero masculino com alto poder de decisão, e os demais entrevistados, importantes para o confronto das informações, foram colaboradores da área de marketing, vendas, inclusive quatro colaboradores externos, e de alguma forma relacionados com a organização, como fornecedores e clientes.

Para a coleta dos dados secundários foram utilizados os conceitos descritos por Yin (2015) que norteia o fundamento do levantamento dos dados em quantidade suficiente e de diferentes fontes para triangulação e validade externa da pesquisa. Nesse sentido, foram coletados dados secundários a partir das fontes de “sites” e “websites” confiáveis, revistas profissionais, dados setoriais de entidades de classe, mídia especializadas e empresas de venture capital como por exemplo a Vox Capital, Artemísia e Instituto de Cidadania Empresarial [ICE], investidora, incubadora e “hub” de inovação respectivamente do ecossistema em negócios de impacto social que pudessem fornecer informações sobre as empresas pesquisadas. A Tabela 2 resume os tipos de documentos em macrocategorias.

Categorias	Tipos de Documentos
Documentos internos	Catálogos; Folders; Revistas; Material Comunicação, Propaganda e Marketing; Planilhas; Estatutos Sociais (quando disponíveis).
Leis e Resoluções	Lei dos Artigos 982 e 44, do Código Civil; Art. 981 Código Civil; Lei:10406/02.
Livros e Publicações	Artigos acadêmicos específicos relacionados a cada estudo de caso disponível pela internet (Google Escolar) ou nas bibliotecas eletrônicas, como SPELL ¹ .
Notícias e Vídeos	Disponíveis em mídia social

Tabela 2. Categorias e tipos de documentos

Fonte: Dados secundários da pesquisa

Os dados secundários foram triangulados com o resultado dos dados primários para posterior análise dos resultados.

Para o tratamento dos dados, a técnica de análise utilizada e o percurso metodológico, foram aqueles descritos por Bardin (2011) compreendidos como mais adequados para essa pesquisa, e se constitui de três fases: (i) pré-análise, (ii) exploração do material e (iii) tratamento dos resultados, inferência e interpretação. A primeira fase, refere-se aos documentos específicos dos objetos de estudos de caso, os quais foram selecionados de acordo com sua pertinência. A exploração desses documentos, segunda fase, verificando-se a contribuição prévia, e por fim, a terceira fase, de registro e codificação do conteúdo que permitiram criar núcleos de sentido para compreender o significado do contexto.

A validade e a confiabilidade foram elaboradas a partir do seguinte percurso metodológico: (i) adoção de rigor relacionado à construção do arcabouço teórico – literaturas, (ii) da transcrição das entrevistas, (iii) vários e diferentes “stakeholders”, e (iv) por uma análise sistemática dos dados secundários, conforme mostra a Tabela 3.

¹ *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPELL) é um repositório de artigos científicos e proporciona acesso gratuito à informação acadêmica.

Fonte de Informação relacionada ao objeto de estudo	
Categoria de Análise	Coleta de dados – entrevistas
	Entrevistado 1
	Entrevistado 2
	Entrevistado 3
	Coleta de dados – pesquisa documental
	Coleta de dados – observação direta
	Dados

Tabela 3. Triangulação das fontes de evidência

Fonte: Resultados originais da pesquisa

A partir dos indicadores de credibilidade e confiabilidade da pesquisa, foi possível proceder com a triangulação das informações e identificar os pontos convergentes e divergentes entre a literatura e os dados de campo frente aos eixos das capacidades diferenciadoras e das estratégias financeiras (Assaf Neto, 2019; Wyatt, 2022).

CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS ANALISADAS

Essa subseção tratará da caracterização das empresas investigadas na pesquisa. Procura identificar o setor em que atuam, a natureza jurídica, o tamanho e tempo de vida.

BANCO DE MICROCRÉDITO

O Banco de Microcrédito [BMC] localiza-se a 35 km de São Paulo no interior de São Paulo. Foi fundado por uma estagiária do curso de marketing, hoje, diretora executiva da empresa. Suas atividades iniciaram no ano de 2009 como uma Organização da Sociedade Civil de Interesse Público [OSCIP], de natureza jurídica – associação privada com fins lucrativos. Deteve faturamento médio anual entre R\$ 1,2 (um milhão e duzentos mil reais) a R\$ 6 milhões de reais com apenas quatro funcionários entre agentes de campo, quadro administrativo e diretoria financeira, até 2015, quando teve que mudar sua sede para Pernambuco, capital, por causa do aumento da concorrência dos bancos tradicionais, que migraram para o microcrédito de forma nunca antes imaginada.

Nasceu com o propósito de motivar o microempreendedorismo ao público jovem, sem recursos de garantia, entre 18 e 29 anos de idade, que não dispõe de condições de acesso ao crédito por meio do sistema financeiro tradicional. A motivação concentrava-se no desejo da jovem empreendedora, antes estudante sem recursos financeiros para estudar, em retirar jovens estudantes da marginalização financeira por meio de microcrédito e incentivo ao empreendedorismo, permitindo assim, autodesenvolvimento profissional e social. Os primeiros anos de mercado, a preocupação do banco estava em elaborar um método adequado de fornecimento de crédito a partir da seguinte visão: ser tornar referência em microfinanças com impacto social.

EMPRESA DE CONSTRUÇÃO CIVIL

A empresa de construção civil [ECC] está localizada na Zona Leste a 65km de São Paulo no Jardim Pantanal, na cidade de São Miguel Paulista, que segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE] no ano de 2012, possuía 135.358 habitantes em 38.247 habitações com adensamento por residência de 3,5 moradores por cômodo/residência, sendo 21,091 (15,38%) desses crianças abaixo de 09 anos de idade, em condições insalubres pela particularidade de inundações frequentes do bairro, que está abaixo da várzea do Rio Tietê.

Fundada pelo engenheiro civil, nascido e criado nessa comunidade, onde a família ainda reside no local. Suas atividades iniciaram em 2015. A forma jurídica e natureza jurídica da empresa é caracterizada como uma Sociedade Empresarial Ltda. Deteve faturamento anual até o ano de 2019 de aproximadamente R\$ 1 (um milhão de reais) com apenas nove funcionários, entre agentes de obra e quadro administrativo e diretoria administrativa. A motivação concentrava-se no desejo do jovem empreendedor de melhorar as condições de vida das pessoas a partir de rápidas reformas com a seguinte missão: de proporcionar qualidade de vida, conforto e segurança por meio de moradias dignas.

EMPRESA DE MANUFATURA

A empresa de manufatura [EM] localizada na Zona Leste a 20 km do centro de São Paulo, deteve faturamento anual até 2017 entre R\$ 8 milhões a R\$ 11 milhões de com trinta e um funcionários entre equipe de vendas, produção, marketing e quadro administrativo. Fabrica bolsas e chinelos a partir de pneus inservíveis e lonas de caminhão resgatadas das ruas, rios e aterros sanitários.

Foi fundada por um refugiado vietnamita naturalizado brasileiro, que chegou ao Brasil, na cidade do Rio de Janeiro, escondido em um navio da Petrobrás. Em 1987 iniciou suas atividades fabricando sandálias e bolsas a partir de pneus inservíveis e lonas velhas de caminhão. Captava sua matéria-prima em lixões e aterros sanitários, rios e várzeas. A responsabilidade ambiental e social estão em função da visão da empresa de criar um novo segmento de calçados, motivado por uma causa: sandálias de conteúdo, sandália que gerem uma causa, sandálias do futuro sustentável.

AGENTE FINANCEIRO

O agente financeiro [AF] é uma Sociedade Anônima [SA] de natureza jurídica como Empresa Privada [SA], está localizada na região central de São Paulo com um escritório dentro da comunidade de Paraisópolis, inaugurou suas atividades de correspondências de Instituições Financeiras em 2012, está registrada na Jucesp e sob CNPJ n. 15.562.467/0001-0 e deteve faturamento anual acima de R\$ 18 milhões de reais com cento e sessenta funcionários, sendo cento e trinta agentes de campo e trinta no quadro administrativo

Fundada por um ex corredor do Paris Dacar, formado no curso de Empreendedorismo na Harvard Business School, nos Estados Unidos, faz hoje parte do quadro diretivo da empresa. Embora a empresa seja reconhecida pelo ecossistema dos negócios de impacto social por trabalhar com inovação social para inclusão social da população da base da pirâmide (BOP) por meio do empreendedorismo e micro negócios, seu fundador a compreende como uma ferramenta de maximização financeira.

A motivação – ou a lógica, do fundador, está em fornecer recursos a quem não tem crédito fornecendo suporte e apoio para esse público-alvo, definido por Prahalad (2012) como mercado da base da pirâmide [BOP], passa a ser seu principal diferencial competitivo. Sua visão: ser a empresa mais confiável na prestação de serviços financeiros. Os valores organizacionais são pautados em três indicadores: ter um time motivado (pessoas), foco no microempreendedor (proposta), e viabilidade financeira (performance).

EMPRESA DE CONSULTORIA EM EDUCAÇÃO, INOVAÇÃO E SUSTENTABILIDADE

A Consultoria em Educação, Inovação e Sustentabilidade [ESG] está localizada a 30 km da capital de São Paulo, em um escritório localizado na região de Barueri. De natureza jurídica como Sociedade Empresária LTDA, foi fundada por um executivo de vendas com formação universitária na área de engenharia química com pós-doutorado em organizações e sustentabilidade pela Universidade de São Paulo [USP], que hoje parte do quadro diretivo da empresa.

A empresa iniciou suas atividades também no final do ano de 2012, com a proposta de desenvolver projetos na área da educação e do agronegócio. O faturamento anual da empresa não chega a cem mil reais. A motivação do sócio fundador mudou o rumo da empresa para o ramo de educação executiva continuada e assessoria no mercado de agronegócios com produtos que reduzam o passivo ambiental ao mesmo tempo em que possa incluir pessoas através do binômio educação – trabalho, como por exemplo, criar projeto de inovação que envolvia a utilização da molécula de azadiractina na formulação de um biopesticida formulado a base óleos vegetais de fontes renováveis com propriedades inseticida, fungicida e acaricida, por meio de um modelo de negócio fundamentado na economia circular.

DEFINIÇÃO E DESAFIO DOS INDICADORES FINANCEIROS

O retorno sobre o patrimônio líquido “Return on Equity” [ROE] mede o retorno líquido para cada unidade monetária investida a partir da eficiência operacional. É a diferença entre ativo e passivo, ou seja, mede a capacidade da empresa em gerar valor econômico (Assaf Neto, 2021).

$$\text{ROE} = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$$

(1)

Por sua vez, o retorno sobre o investimento total, “Return on Investment” [ROI] indica a oportunidade de negócio e o retorno sobre o capital investido de cada empresa (Assaf Neto, 2021).

$$\text{ROI} = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total} \quad (2)$$

Para medir a produtividade, conforme descreve Assaf Neto (2021), foi utilizado o indicador de Eficiência Operacional [IE]. Esse indicador ou índice, indica que, quanto menor o valor, maior a produtividade.

$$\text{Eficiência Operacional} = \text{Despesas Operacionais} / \text{Receita} \quad (3)$$

A Margem Líquida, indica a gestão sobre as despesas, taxas e prazos. É o resultado da administração que da mesma forma que o ROE, analisa a diferença entre ativos e passivos (Assaf Neto, 2021).

$$\text{Margem Líquida} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita} \quad (4)$$

O método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é composto por quatro variáveis, quais sejam: (i) fluxos de caixa futuros; (ii) taxa de desconto dos fluxos de caixa ou remuneração mínima exigida esperada pelo dono do capital; (iii) risco associado ao negócio; d) projeções (previsibilidade e perpetuidade) e indica as perspectivas futuras do negócio. A partir desse método, é possível estimar a viabilidade econômica e o valor gerado pelo empreendimento, representado pela equação descrita (Assaf Neto, 2021).

$$V_0 = \sum_{i=1}^j \frac{FCFF_j}{(1+WACC)^j} \quad (5)$$

V_0 = representa o valor econômico presente do investimento

$FCFF$ = representa o fluxo de operacional caixa da firma

$WACC$ representa a taxa de desconto (custo médio ponderado de capital)

$$WACC = \left(K_e \times \frac{PL}{P+PL} \right) + \left[K_i \times (1 - IR) \times \frac{P}{P+PL} \right] \quad (6)$$

$WACC$ = custo total de capital

K_e = custo de oportunidade do capital próprio

K_i = custo explícito de capital de terceiros (dívidas onerosas)

IR = alíquota de imposto de renda

P = capital de terceiros (passivo com juros)

PL = capital próprio

Vale a pena ressaltar que o conceito de rentabilidade é diferente do conceito de lucratividade, embora similares. Enquanto a rentabilidade associa o lucro líquido ao capital investido e indica a liquidez financeira, a lucratividade associa o lucro líquido à receita bruta e indica e está relacionado com a atividade produtiva. O ROE, ROI e o IE, são indicadores de rentabilidade, enquanto a margem, é um indicador de lucratividade (Assaf Neto, 2021). O resultado sintético da coleta de dados financeiros e econômicos das empresas é demonstrado na Tabela 4.

Empresa	Lucro Líquido	Patrimônio Líquido	Ativo Total	Receita	Despesa	ROE %	ROI %	Margem Líq. %.	IE	Período
BMC	6.440.5	70.323	624.282	27.223	15.422	9,15	10,31	23,70	56,65	2021
ECC	2.050.3	74.900	450.420	34.200	21.030	2,74	4,55	5,99	61,49	2021
EM	3.832.2	73.450	675.150	22.090	16.234	5,30	5,68	11,20	73,49	2021
AF	7.622.4	65.094	755.142	34.403	17.038	11,70	10,15	22,16	49,52	2021
CEIS	-110.2	1.013	7.241	350,04	280.05	-10,8	-1,52	-31,43	80,01	2021

Tabela 4. Demonstrativo de resultados

Fonte: Resultados originais da pesquisa

Os relatórios financeiros e contábeis não foram disponibilizados, assim, a coleta de dados foi feita de forma fragmentada entre as entrevistas, as anotações de campo, dados dos sites de comunicação das empresas disponíveis na internet e mídias relacionadas. Alguns dados foram extrapolados e por essa razão, se configuram como exemplos, e pelo critério possível de coleta e análise, não podem ser generalizados.

Adicionalmente, em razão dos riscos e dificuldades associadas aos aspectos internos, regulatórios e/ou sistêmicos, tais como empresas em crise (dificuldades financeiras), empresas cíclicas, conflitos e custos de agência, empresas com ativos ociosos e empresas de capital fechado, torna-se pertinente a discussão sobre a decisão para a escolha de qual método é o mais adequado de acordo com a justaposição de fatores relacionados tanto à empresa, quanto às expectativas futuras do avaliador (Damodaran, 2007). A Tabela 5 indica a técnica, descrição e limitações de alguns métodos.

Método	Técnica	Descrição	Limitação
Avaliação baseada em Ativos (avaliação contábil ou patrimonial)	Valor de liquidação	Quanto o mercado está disposto a pagar pelos ativos da empresa hoje	a) os ativos possuem mais valor do que a capacidade da empresa de gerar caixa futuro; b) continuidade operacional da empresa
	Valor de substituição	Quanto custaria substituir os ativos da empresa	
Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado	Fluxo de Caixa para o acionista	Fluxo de caixa residual distribuído aos acionistas, descontado o juro e o custo de capital próprio	Pressuposto de que é possível atribuir a cada ativo um valor intrínseco
	Fluxo de Caixa para a empresa	Fluxo de caixa distribuído aos credores (juros) e acionistas (dividendos), descontado o custo médio ponderado do capital	
Avaliação Relativa ou Método de Múltiplos	Ativos semelhantes, sugerem, valor semelhante	Valores médios de ativos comparáveis precificados pelo mercado, em relação a uma variável comum, capaz de tornar equivalente a precificação, e adaptar as diferenças ao comparar valores padronizados	a) Eficiência de mercados distintos (mercados cometem erros) b) Encontrar os indicadores de múltiplos mais adequados (valor da empresa antes/depois da dívida)
Precificação de opções ou Método de opções reais	Avaliação de Direitos Contingentes	Patentes; Reservas petrolíferas; Reservas Minerais; Empresas Jovens de Tecnologia; Startups	Ativos intangíveis. Qual seria o “valor justo” dos direitos contingentes a ser incorporado na precificação da empresa?

Tabela 5. Limitação dos métodos de avaliação de empresas

Fonte: Tozzini et al. (2008)

Embora os modelos de avaliação de empresas mais conhecidos de acordo com Damodaran (2007), Tozzini, Pigatto e Araújo (2008), Assaf Neto (2019) e Wyatt (2022) sejam, avaliação baseada em ativos (contábil ou patrimonial), avaliação baseada no fluxo de caixa descontado, avaliação relativa ou método de múltiplos (mercados) e precificação de opções ou opções reais, novas perspectivas analíticas para verificar qual proposição teórica se torna mais adequada para explicar as métricas de “valuation” como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas tornam-se necessárias considerando que as métricas de desempenho econômico e arbitragem de valor de acordo com Damodaran (2007), Assaf Neto (2019 e 2021) e Wyatt (2022) podem ser interpretadas de forma diferente a partir dos conceito do hibridismo organizacional (Bills, 2010; Grassl, 2012; Karré, 2012).

Assaf Neto (2019) sugere que o objetivo de uma capacidade diferenciadora é aumentar o preço de mercado da empresa por meio de um retorno financeiro esperado que exceda o custo de capital investido. A Tabela 6 apresenta as capacidades diferenciadoras compreendidas como métricas contábeis para a gestão do controle organizacional.

Capacidades Diferenciadoras	Objetivo Estratégico	Direcionadores de Valor
Relações de Negócios	Conhecer a capacidade de relacionamento da empresa com o mercado financeiro, clientes, fornecedores e funcionários, como fundamento diferenciador do sucesso empresarial	Fidelidade dos clientes, satisfação dos funcionários; atendimento dos fornecedores; alternativas de financiamento
Conhecimento do Negócio	Ter a visão ampla da empresa, a sinergia do negócio. Visa o efetivo conhecimento de suas oportunidades e mais, eficientes estratégias de agregar valor	Necessidades dos clientes; dimensão e potencial do mercado; ganhos de escala; ganhos de eficiência operacional
Qualidade	Desenvolver o produto que o cliente deseja adquirir pelo preço que está disposto a pagar	Preço de venda mais baixo; produtos com maior giro; medidas de redução de custos; satisfação dos clientes com novos produtos
Inovação	Atuar com vantagem competitiva em mercado de forte concorrência, criando alternativas inovadoras em atendimento, distribuição, vendas, logística e produção.	Rapidez no atendimento; redução na falta de estoques; tempo de produção; valor da marca; tempo de lançamento de novos produtos

Tabela 6. Capacidades diferenciadoras

Fonte: Assaf Neto (2019)

As capacidades direcionadoras e diferenciadores de valor exigem da contabilidade métricas de natureza não associadas à indicadores financeiros, fato justificado com base na tipologia das capacidades diferenciadoras descritas. As métricas utilizadas, todavia, se associam com determinantes de inovação e tecnologia, proposta de valor de acordo com a percepção do cliente, propósito da empresa fundamentado em sua contribuição à sociedade.

A Tabela 7 identifica e descreve a finalidade de cada uma dessas dimensões, as quais serão confrontadas posteriormente com os achados empíricos de campo.

Estratégias Financeiras	Objetivo Estratégico	Direcionadores de Valor
Operacionais	Maximizar as decisões em nível operacional	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento de vendas • Redução de prazos de recebimento • Aumento prazos de pagamento • Maior giro • Maior Margem de Lucro
Financiamento	Decisões financeiras que procuram minimizar o custo de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de Capital • Risco Financeiro
Investimento	Implementar as decisões operacionais e financeiras no intuito de obter retorno acima do custo de capital investido	<ul style="list-style-type: none"> • Investimento em capital de giro • Oportunidades de investimento • Análise giro vs margem

Tabela 7. Estratégias financeiras

Fonte: Assaf Neto (2019)

A estratégia financeira em nível operacional está relacionada com a efetiva eficiência operacional pela qual, os resultados financeiros serão contabilizados, mas não indicam o desempenho da empresa associado às metas e objetivos com a sociedade, fator importante para o conceito de “valuation” conforme afirma Assaf Neto (2019) sobre intangibilidade da marca e valor considerado pelo mercado, pelos quais criam a perspectiva de fluxo de caixa futuro.

Para gerar valor, as estratégias financeiras podem ser utilizadas em conjunto. Ao mesmo tempo em que a empresa estabelece estratégia operacional de eficiência logística e maior giro de estoque, prioriza-se a estratégia de financiamento a partir da substituição do capital próprio por capital de terceiros, onde o custo de oportunidade é mais favorável ao dono do capital, fato que permite, alavancagem financeira.

E por fim, a estratégia de investimento, por exemplo, investimento em novos produtos e redução de investimento operacional em circulante sem alteração de volume de atividade, fato que permite maior giro dos ativos com maior rentabilidade. O conjunto de ações, caso não remunere o custo de oportunidade do acionista/dono da empresa, nesse caso, atuará de forma a destruir valor de mercado (Assaf Neto, 2019).

Há, portanto, uma dialética hegeliana ao considerar que as métricas de “valuation” encontram em cada variável, a sua negação. As capacidades diferenciadoras e os diferenciadores de valor contêm os pressupostos do capitalismo negadas pelas pelo propósito da missão organizacional das organizações híbridas. Nessa direção, a natureza antagônica apresentada pelo hibridismo organizacional é constituída exatamente por seus opostos, definido por um oxímoro conceitual, que por si mesmo, considera a tensão organizacional como a construção social da realidade desse tipo organizacional (Walchhutter e Iizuka, 2019; Smith et al., 2013).

Dessa forma, as organizações híbridas, de forma complementar ao que defendem Assaf Neto (2019) e Wyatt (2022) imprimem desempenho organizacional a partir de critérios que estão além do conceito único da Gestão Baseada em Valor [GBV] definido como o resultado financeiro gerado pela empresa que supera o custo de capital do investimento e proporciona excedente de lucro quando comparado ao custo de oportunidade do investidor – que os autores intitulam de: valor econômico ou “goodwill” (Assaf Neto, 2019); Wyatt, 2022). Em outras palavras, de acordo com Assaf Neto (2019) e Wyatt (2022) o objetivo de qualquer organização é criar valor econômico aos seus proprietários proporcionando a maximização da riqueza.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Ao confrontar o propósito e a finalidade das organizações existirem, o conceito de hibridismo organizacional se aproxima mais dos pressupostos de pensamento administrativo de Drucker (2010) do que do conceito de Assaf Neto (2019). Para Drucker (2010) esse propósito encontra-se na sociedade, e não na própria organização, considerando que a organização está inserida na sociedade, definida por Christensen et al., (2006) como mercados. Para Assaf Neto (2019) significa exclusivamente o lucro econômico.

Portanto, é possível destacar que há um paradoxo na definição de Assaf Neto (2019). Hospitais públicos, exército e forças armadas, Fundações e Organizações não-governamentais, são exemplos de organizações que colocam em xeque a definição unilateral de Assaf Neto (2019) quanto à finalidade das organizações existirem, e por consequência, coloca em perspectiva as métricas e os indicadores de “valuation”.

Dessa forma, a maximização da riqueza proposta por Assaf Neto (2019) passa a ser compreendida apenas como uma determinante que valida as ações estratégicas das organizações em seu posicionamento de mercado, e não seu objetivo ou atividade fim. Nesse sentido, identifica-se a inconsistência nas definições conceituais de “valuation” propostos por (Assaf Neto, 2019) fato que torna possível inferir que os esforços teóricos dos modelos de avaliação de empresas que procuram medir o desempenho econômico e arbitragem de valor, principalmente em organizações híbridas, apresentam ausência de convergência.

Battilana e Lee (2014) corroboram com essa afirmação ao defenderem que o Hibridismo Organizacional é definido pela interação entre estruturas organizacionais que possuem lógicas distintas e antagônicas de funcionamento entre si, mas que no entanto, se desenvolvem por meio de um processo contínuo de aprendizagem. Adicionalmente, Doherty et al. (2014) complementam os estudos de Battilana e Lee (2014) ao proporem que esse processo antagônico melhora o desempenho da empresa, caracteriza autodesenvolvimento e permite sentimento de sentido e significado às unidades internas.

Essa discussão teórica, corroborada pelos achados empíricos dessa pesquisa, contribuem com a Teoria do Hibridismo Organizacional na justificativa da compreensão da natureza dos conflitos pela escolha entre opções excludentes, cujos “tradeoffs” debruçam em causas relacionadas ao equilíbrio e inclusão social e aspectos ambientais positivos, mesmo que isso implique redução do objetivo financeiro, conforme implica o conceito de hibridismo organizacional (Battilana e Lee, 2014; Doherty et al., 2014). Portanto, as organizações híbridas podem não ser compreendidas integralmente nem pela Teoria Organizacional que busca explicar o desempenho da empresa por meio de suas capacidades dinâmicas conforme estudos de Coase (1937) e Chandler (1962) nem por um conceito evolucionário do desenvolvimento econômico da Teoria Econômica (Nelson e Winter, 1982).

Entretanto, se por um lado esse paradoxo diverge do conceito apresentado por Assaf Neto (2019) e por Damodaran (2007) em relação à perspectiva da necessidade de maximização dos resultados financeiros, por outro, converge em relação às capacidade diferenciadoras como estratégias que permitem às empresas atuarem com um nível posicionamento que lhes permita diferenciação em relação às forças de rivalidade de mercado, e por consequência, atingirem vantagem competitiva.

A partir da análise dos achados de campo, foram identificados três principais fatores que precedem o conceito de “valuation” que ajudam no processo de métrica de valor desse tipo organizacional: (i) organizações híbridas não correspondem plenamente aos indicadores tradicionais de medição de desempenho financeiro; (ii) organizações híbridas necessitam de indicadores tradicionais de medição de desempenho para atingir resultados sociais e ambientais; (iii) não há convergência teórica na padronização de um modelo adequado de avaliação de empresa para organizações híbridas. Essas proposições da pesquisa são mostradas na Figura 1.

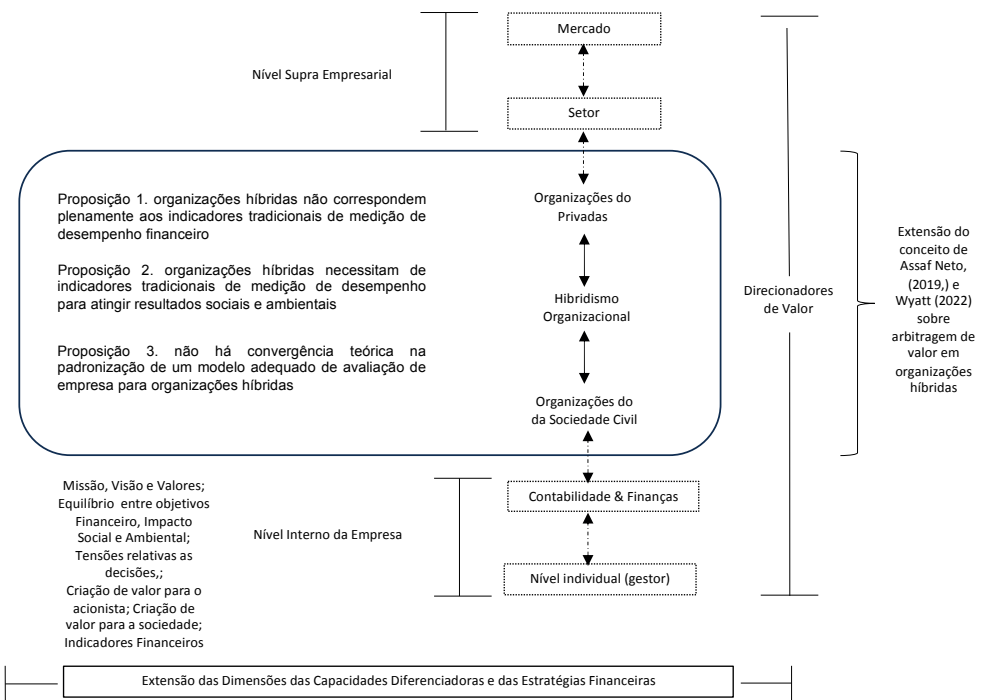


Figura 1. Proposições a partir dos pressupostos dos métodos de avaliação de empresas

Fonte: Resultados originais da pesquisa

É possível notar, de acordo com a literatura apresentada, que não há citação de limitação quanto à missão, visão e valor das organizações, especialmente, quando se trata do fenômeno do hibridismo organizacional. Demais fatores como o posicionamento de mercado, setor e capacidade gerencial, também não foram citados, embora façam parte das forças que impactam no desempenho das organizações (Christensen, Baumann, Ruggles e Sadtler, 2006).

Eventos sistêmicos e cíclicos, como por exemplo, crises ou risco país, podem influenciar a decisão, geralmente “tradeoffs”, ou seja, escolhas excludentes entre si, do modelo mais adequado. Estratégias a longo prazo de recuperações judiciais, ciclo de vida da empresa, taxa de crescimento e nível de inovação, também se constituem como fatores moderadores na decisão (Assaf Neto, 2021). Vale a pena ressaltar, que no caso dessa pesquisa, o principal fator de moderação na decisão, é justamente a tipologia da empresa de impacto social (hibridismo organizacional).

Embora, modelos estatísticos possam auxiliar na análise de avaliação de empresa, a decisão sempre versará de acordo com a condição de risco sistêmico e não sistêmico as quais a empresa está sujeita, dessa forma, é possível concluir que diferentes avaliadores desenvolverão diferentes análises a partir de diferentes métodos, convergindo apenas em um único propósito: atingir o resultado esperado de acordo com o fundamento, mérito e expectativas individuais.

Nesse sentido, o BMC de acordo com o entrevistado E2, não faz empréstimos sem necessidade, diferentemente de bancos tradicionais, e ainda, demonstra preocupação entre os produtos que o banco oferece e o perfil do cliente, que é o microcrédito produtivo e orientado. Entretanto, ocorre a diminuição de escala e aumento de custos, diferente de proposta de empréstimos tradicionais, conforme entrevistado BMCE2.

A ECC, por sua vez, aposta na produtividade (modelo taylorista) para reduzir o custo por reforma produzida, garantindo fluxo de caixa pelo aumento da receita futura por meio da escalabilidade, conforme ECCE1. Uma obra orçada em sete dias, se o time de obra, passar do prazo, vão continuar trabalhando sem receber os dias adicionais – sistema de empreita, mas se anteciparem a entrega da obra, ganham um bônus. E aí, a obra de sete dias que faziam em oito, começou a ser concluída em cinco dias.

Então começaram a concluir em três dias, então uma obra de oito dias passou a ser realizada três, conforme afirmou o entrevistado ECCE4. Nesse sentido, a empresa torna-se suscetível a processos trabalhistas, embora a história de vida do fundador tenha impacto nas decisões dos colaboradores, pode gerar tensões organizacionais (Smith, Gonin e Besharov, 2013). Por sua vez, a EM aposta na argumentação da qualidade do produto no ponto de venda. De acordo com o entrevistado EME3 expor a mensagem para o consumidor final e fazer com que o lojista possa entender, convencê-lo de que é possível fazer o bem e ganhar dinheiro ao mesmo tempo, não é fácil, mas é a filosofia da mensagem de sustentabilidade da empresa, como afirma o entrevistado EME1. No entanto,

as observações de campo indicam que a eficiência produtiva não existia. A centralização de poder impedia a geração de novas ideias de gestão (Doherty et al., 2014).

Nota-se que o custo de aquisição de matérias-primas por logística reversa de pneus inservíveis e sua manufatura, de acordo com os documentos apresentados, custavam 33% acima do custo de compra de insumos virgens. O AF entendeu lacuna que o micro empreendedor não consegue empréstimos baratos, assim, o AF concede empréstimos exigindo apenas a lealdade do pagamento, e ainda, disponibiliza a equipe de consultores para orientar os tomadores de empréstimo em suas perspectivas empreendedoras, aumentando assim, as chance de sucesso do negócio como, assim, a experiência é positiva e ao mesmo tempo, acessível, destaca o entrevistado AFE1 (Assaf Neto, 2019).

Para o agente financeiro parece haver um paradoxo conceitual. Para a empresa, a prioridade é se tornar a única instituição financeira no Brasil, das poucas no mundo, que colocou o cliente como o “stakeholder” mais importante, no entanto, de acordo com os dados secundários da pesquisa, apenas 8% dos clientes da empresa não sabem ler, são analfabetos, sendo 20% dos que leem, não entendem. Como resultado, questiona o entrevistado AFE3, em que medida os tomadores de empréstimo se tornarão os donos legítimos de seus negócios?

É possível notar que o sentido de existir da empresa permite conotação mais financeira que social, mesmo que atendam ao público da Base da Pirâmide [BOP]. Percebe-se, portanto, certa tensão na maneira de aproximação da empresa com o mercado, inicialmente por meio digital. Em sequência, foi atualizado para presencial, fato identificado pelo fechamento da agência dentro na Comunidade de Paraisópolis, e aumento de colaboradores de campo, muitos provenientes da própria Comunidade, adotando-se nesse sentido, uma comunicação mais centrada com a percepção do público-alvo (Battilana e Lee, 2014).

A empresa de consultoria em educação, inovação e sustentabilidade, concorda com esse conceito, mas discorda quanto ao processo de inclusão. Para o entrevistado ESGE1, a inclusão social não deve partir do produto, e sim, ser estrategicamente elaborada no modelo de negócio, assim, a inclusão social por meio do empoderamento financeiro das famílias, seria o resultado final, e o equilíbrio financeiro, o meio.

Em relação as estratégias financeiras, o BMC tentou escalar as atividades no nordeste através de parceiros. Em relação ao financiamento e ao investimento, identificou que a procura por crédito aumentou, no entanto, a qualidade do crédito, caiu. Portanto, passou a focar na cobrança para retornar com o microcrédito, hoje um dos principais produtos juntamente com a antecipação de recebíveis, afirma BMCE3 (Damodaran, 2007). Uma informação divergente dos conceito teóricos está na afirmação do mesmo entrevistado, que afirma que não há problemas com o “breakeven” porque o banco se considera muito pequeno e os custos baixíssimos, portanto, não é uma questão de atingir ou não o “breakeven” a partir de suas operações, e sim, de como atingir crescimento, explica o entrevistado BMCE2.

Esse achado de campo, justifica conflito entre a missão social do banco e a necessidade de equilíbrio financeiro. Fato evidenciado pela informação do encerramento das atividades na região do interior de São Paulo e início das operações para atingir cliente do nordeste do país, público de menor custo de captação e maior resultado a médio prazo, ainda subsidiado por políticas públicas para o desenvolvimento regional. Além disso, houve a necessidade de lançamento de novos produtos, como recebíveis e serviços de cobrança.

Essa informação diverge do comportamento da ECC ao afirmar que procura de forma incessante otimizar os processos, conceito próximo das dimensões organizacionais e fluxos de integração conforme dispostos nos estudos de Karré (2012) para atingir o ponto de equilíbrio financeiro como o entrevistado ECCE3. Foi constatado que a vantagem competitiva da operação, que era a escalabilidade, passa então a ser o principal ponto de desequilíbrio da empresa, defende o entrevistado ECCE2. O “breakeven” também não foi uma preocupação importante para os gestores da empresa de manufatura. Nesse aspecto, se evidencia o confronto entre pressupostos (Yunus, 2006; Assaf Neto, 2021). De acordo com o entrevistado EME1 o cliente no ponto de venda entende que um chinelo havaiana, elaborado com matéria-prima sintética, obtém maior giro de estoque em detrimento da sandália elaborada por meio de materiais recicláveis – borracha de pneu e lona de caminhão, a qual tem maior durabilidade com menor apelo de venda. Então, o lojista opta por aquele produto que proporciona maior giro.

É um desafio para a equipe de vendas mostrar um diferencial competitivo a partir da redução de passivo ambiental, explica o entrevistado EME2. Essa dificuldade representa impacto na estrutura de custos por causa da logística reversa, e se torna uma desvantagem competitiva de preço no ponto de venda. Outro ponto que vale a pena ser ressaltado é que a empresa é pouco eficiente pela opção de contratar pessoas de baixa mobilidade social, ou seja, ex-presidiários e idosos acima de sessenta anos sem habilidades para trabalharem na produção. E isso impacta no custo de produção, justifica o entrevistado EME4.

De acordo com os dados primários da pesquisa em triangulação com os dados secundários, foi observado que a responsabilidade total das operações da empresa de manufatura em relação a criação das estratégias de marketing de venda, é centralizada pelo próprio fundador, apresentando contrassenso entre a inovação citada pelo entrevistado EME4 e as análises dos resultados de campo. O AF, por sua vez, não demonstrou elementos que justifiquem dilema entre objetivos financeiros e sociais, uma vez que a empresa criou indicadores precisos sobre a forma de concessão de microcrédito baseada em ambos os indicadores, sociais e econômicos respectivamente. Inclusive, a empresa conquistou o certificação de empresa no Sistema B, que indica alta performance e ao mesmo tempo, impacto social. De acordo com o entrevistado AFE1 essa conquista justifica-se pela cultura e na governança, afirma o entrevistado AFE1 (Wyatt, 2022).

Um dos indicadores de performance do AF é o “Lifetime Value” sobre o custo de aquisição. O que é esse indicador? É o quanto que um cliente deixa de proporcionar receita

em comparação com o quanto que custa. Como resultado, o AF mostra encontrou uma forma de atender o público cobrando preços que são razoáveis ao mesmo tempo que cria valor para o acionista.

Essa natureza ontológica explica que as tensões de decisão das empresas investigadas tornam-se inerentes a esse fenômeno conforme o resultado dos estudos encontrados em Walchhutter e Iizuka (2019) e Smith, Gonin e Besharov (2013) portanto, justifica e explica a dificuldade de medir o desempenho econômico e financeiro das organizações híbridas por meio de métricas tradicionais de arbitragem de valor geralmente assumidas de acordo com o conceito de “valuation”.

Nesse sentido, de acordo Bills (2010) e Grassl (2012) as atividades das organizações híbridas se encontram na fronteira entre os setores distintos da sociedade, enquanto Karré (2012) avança nos conceitos desses autores e sugere um modelo de análise explicativo para compreensão do dinamismo e integração das atividades das organizações híbridas, conforme mostra a Figura 2.

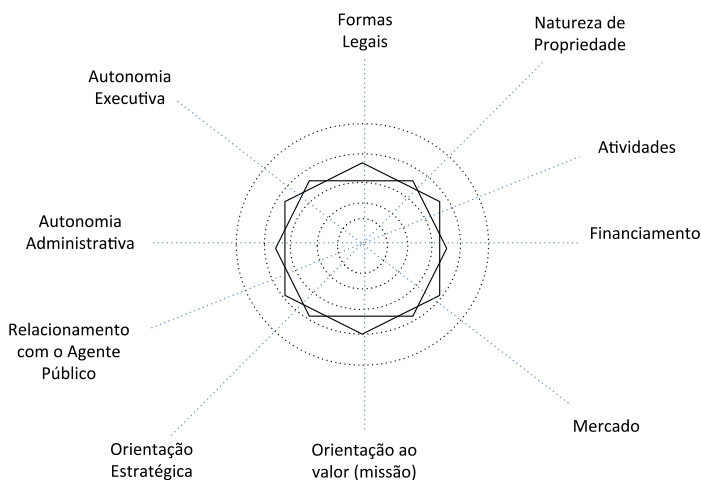


Figura 2. Integração entre as atividades do hibridismo organizacional

Fonte: Karré (2012)

As dimensões identificadas por Karré (2012) embora convirjam conceitualmente com os estudos de Bills (2010) e Grassl (2012) sobre as atividades do hibridismo organizacional atuarem na fronteira dos três setores, diverge quanto os elementos que as constituem. Para Karré, cada uma das dimensões conferem especificidade as atividades, e assim, provocam tensões organizacionais (Smith, Gonin e Besharov, 2013).

Dentre algumas dessas especificidades, está a finança sustentável, a qual se pode inferir valor agregado ao negócio ao construir capital social no longo prazo, mas que todavia, aumentam o custo de capital no curto prazo. Essa ambiguidade sugere que as

finanças, consideradas sustentáveis nesse modelo de negócio, acompanham tanto os investimentos quanto a perspectiva de retorno financeiro acima do custo de oportunidade, sempre, em ambos os casos, no longo prazo (Rossetti e Andrade, 2014; Friede, Busch e Bassen, 2015).

Assaf Neto (2019) em contrapartida, defende a maximização do retorno financeiro e traz o conceito das estratégias financeiras que, assim como as capacidades diferenciadoras, têm o mesmo objetivo de maximizar retorno financeiro aos acionistas, compreendidas apenas pela intersecção entre três dimensões, que são a operacional, de financiamento e de investimento, desconsiderando os pressupostos e paradoxos do valor social e ambiental encontrados nas organizações híbridas. Em contrapartida, empresa como a Vox Capital, interpretam o fenômeno das organizações de impacto social – organizações híbridas, sob outra perspectiva. Se por um lado, as organizações híbridas indicam destruir valor econômico, por outro, o valor do patrimônio da marca e equilíbrio financeiro à médio prazo desse tipo organizacional justifica os investimentos (Vox Capital, 2018).

Segundo a Vox Capital, de acordo com seu relatório de 2018, indica obter retorno sobre o investimento anual na ordem de 26% em razão de investir em empresas com práticas de Governança, Sociais e ambientais [ESG] com valores intangíveis relacionados ao patrimônio da marca em detrimento do retorno sobre o investimento a curto prazo, conforme indicam as métricas ou modelos tradicionais de avaliação de empresas. Em seu modelo de governança, a Vox Capital, indica que ao mesmo tempo em que investem, disponibilizam sua própria equipe técnica, de gestão e inovação e marketing para auxiliar micro e médio empreendimentos por meio de um mapa conceitual com metas, objetivos e práticas de gestão administrativa e administração financeira muito bem definidas. Além disso, até o ano de 2004, quando iniciou suas atividades, não havia nenhum fundo de investimentos em impacto no Brasil (Vox Capital, 2018).

Adicionalmente, de acordo com a análise dos resultados encontrados, torna-se possível inferir que novos micro empreendimentos que surgem, inclusive com a proposta de “startups” em setores de tecnologia, inovação e sustentabilidade, procuram olhar para a base da pirâmide como oportunidades de negócios, ao mesmo tempo, que trazem bem social. Assim, de acordo com os dados estatísticos que mostram a Agência Brasil (2023) e o PNAUD (2023) o Brasil destaca-se como um país de alto potencial de crescimento em um cenário global para contribuir à compreensão das organizações híbridas.

Algumas implicações e recomendações podem, portanto, ser orientativas para gestores das organizações híbridas. A análise em perspectiva da eficiência das métricas de avaliação de empresas como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor, usualmente utilizados para resolverem ou indicarem problemas complexos, se deparam com o desafio de medirem organizações não tradicionais, cujos indicadores de sucesso, não são exclusivamente indicadores financeiros e/ou econômicos.

Resultados complementares, certamente preditivos e não prescritivos, foram apresentados nesse estudo teórico-empírico à luz da teoria do hibridismo organizacional. Em outras palavras, o desenvolvimento das empresas investigadas nesse trabalho, cada uma em seu setor específico, apresentou resultados de acordo com suas próprias perspectivas e experiências. Nesse sentido, alguns preceitos sobre a criação de valor, são mais efetivos que outros. Um dos pontos frágeis dos resultados é identificado pela perspectiva ideológica dos fundadores das empresas de impacto social, que fundamentam suas decisões idiossincráticas, muitas vezes por ideologia pessoal ao contrário de visualizar o negócio a partir de um ponto de vista coletivo, sistêmico e de acordo com as forças mercadológicas.

Isso significa que embora as organizações híbridas tragam em sua missão objetivos sociais e ambientais (Comini, 2016; Borzaga et al., 2012; Battilana e Lee, 2014; Doherty et al., 2014; Defourny e Nyssens 2017a) basear decisões gerenciais apenas em indicadores financeiros e econômicos (Damodaran, 2007; Tozzini et al., 2008; Assaf Neto, 2010; Wyatt, 2022) infere em decrescer as próprias metas iniciais impacto socioambiental. Como resultado relevante da pesquisa, identificar que os critérios utilizados no conceito de “valuation” não conseguem explicar totalmente o fenômeno financeiro das organizações híbridas, torna-se a principal contribuição. Variáveis internas tanto qualitativas quanto quantitativas, determinam os fatores institucionais de criação de valor das organizações híbridas conforme mostra a Figura 3.

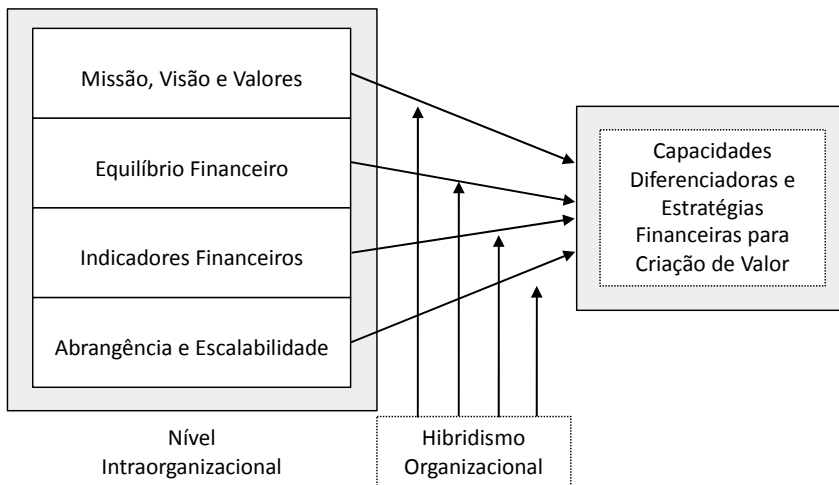


Figura 3. Correlação entre hibridismo organizacional e direcionadores de valor

Fonte: Resultados originais da pesquisa

As dimensões de desempenho econômico e organizacional sintetizadas em nível intraorganizacional, mediada pela variável interveniente que é a própria lógica que caracteriza o hibridismo organizacional, identifica que à medida que as fronteiras entre objetivos distintos se aproximam, afetam os processos e rotinas organizacionais ao terem de decidir entre lógicas concorrenciais (Bills, 2010; Karré, 2012; Grassl, 2012). Dessa forma, os resultados indicam que organizações híbridas buscam maximizar os resultados financeiros por razões não materiais e éticas (Doherty et al., 2014).

Dessa forma, essa pesquisa enfatiza que organizações híbridas equilibram as operações estruturais somadas ao controle financeiro no intuito de obter maior abrangência do impacto de seus negócios. A elaboração do modelo teórico explicativo sobre as tensões inerentes em ambos os eixos, tanto das capacidades diferenciadoras e quanto das estratégias financeiras, ao apresentarem tensões, são compreendidas como insolúveis, indissociáveis e inerentes no processo de decisão gerencial nesse tipo de organização. Esse modelo apresenta de forma sintética os desafios (tensões) que enfrentam os negócios de impacto e é oferecido como um guia para novos estudos que procuram compreender esse campo a partir de conceitos teóricos e empíricos.

Por fim, a pesquisa abre diálogo com pesquisadores sociais que procuram analisar o desempenho financeiro das organizações a partir de novas perspectivas de análise, considerando aspectos idiossincráticos e discricionária da gestão que vão além dos relatórios de contabilidade e da controladoria. Como última recomendação, porém não de menor importância, sugere-se destacar que a gestão baseada em valor, que por fundamento, permite às empresas avaliarem suas estratégias financeiras, devem levar em consideração a missão e o papel em que ocupam as empresas no mercado em que atuam.

CONCLUSÃO

Essa pesquisa procurou analisar, em perspectiva, a eficiência das métricas de “valuation” como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas. Foi identificado que os critérios utilizados no conceito de “valuation” não conseguem explicar totalmente o fenômeno financeiro das organizações híbridas, mas por outro lado, auxiliam a reduzir as tensões organizacionais emergentes de objetivos distintos.

A pesquisa traz “insights” motivacionais que orientam gestores a compreenderem as organizações híbridas em relação ao equilíbrio entre objetivos financeiros e impacto socioambiental, e infere as seguintes proposições: (i) o papel das organizações híbridas proporcionam inclusão social e promove senso de pertencimento, (ii) organizações híbridas promovem autoestima nos colaboradores e valor à sociedade por meio de melhoria de vida coletiva, (iii) organizações híbridas estimula o empoderamento de famílias por meio da obtenção de renda a partir de trabalho digno, e por fim, (iv) procura reduzir o passivo ambiental por meio de inovação social.

Algumas limitações podem ser encontradas nesse trabalho. De acordo com a abordagem qualitativa, não foi estabelecida uma hipótese para identificar diferentes níveis de importância e correlações entre as proposições elaboradas, seria importante, em pesquisas futuras, adotar métodos quantitativos para validar tais hipóteses. Por fim, a pesquisa não pôde fazer generalizações dos resultados, pois concentrou-se nas características gerenciais das empresas investigadas, e não nos relatórios e dados financeiros e econômicos individuais de cada empresa, fato justificado pela proposta inicial da pesquisa.

As contribuições residem em duas dimensões: a primeira teórica ao compreender o conceito de “valuation” especificamente em organizações híbridas, e a segunda, de caráter gerencial, ao identificar para os gestores as métricas de desempenho financeiro mais adequadas para mensurar os direcionadores de valor desse tipo organizacional, baseadas na correlação entre hibridismo organizacional e direcionadores de valor.

REFERÊNCIAS

Agência Brasil [AB]. 2023. Empreendedorismo Social no Brasil. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/empreendedorismo-de-impacto-social-crece-no-brasil>>. Acesso em: 20 maio 2023.

Artemisia, 2023. Negócios de Impacto Social no Brasil. Disponível em: <<https://artemisia.org.br/>>. Acesso em: 23 nov.,2023.

Assaf Neto, A. 2019. Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 3ª ed. Editora Atlas, São Paulo, SP, Brasil.

Assaf Neto, A. 2021. Finanças corporativas e valor. 8ª ed. Editora Atlas, São Paulo, SP, Brasil.

Battilana, J.; Lee, M. 2014. Advancing research on hybrid organizing insights from the study of social enterprises. *Academy of Management Annals* 8: 397-441.

Bardin, L. 2011. Análise de conteúdo. Edições 70, São Paulo, SP, Brasil.

Bills, D. 2010. Towards of a Theory of Hybrid Organizations. *Hybrid Organizations and Third Sector: Challenges for Practice, Theory and Policy*, New York, NY, USA.

Borzaga, C.; Depedri, S.; Galera, G. 2012. Interpreting social enterprises. *Revista de Administração* 47: 398-409.

Christensen, C. M.; Baumann, H., Ruggles, R.; Sadtler, T. M. 2006. Disruptive innovation for social change. *Harvard business review*, 84:12, 94.

Comini, G. M. 2016. Negócios sociais e inovação social: um retrato de experiências brasileiras. Tese de Livre Docência em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.

Damodaran, A. 2007. Avaliação de Empresas. 2ª ed. Pearson Prentice Hall, São Paulo, SP, Brasil.

Defourny, J.; Nyssens, M. 2017a. Fundamentals for an International Typology of Social Enterprise Models. *Voluntas* 28: 2469–2497.

Doherty, B.; Haugh, H.; Lyon, F. 2014. Social enterprises as hybrid organizations: A review and research agenda. *International Journal of Management Reviews* 16: 417-436.

Eisenhardt, K. M. 1989. Building theories from case study research. *Academy of management review*, 4: 532-550.

Friede G.; Busch, T.; Bassen, A. 2015. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(4): 210-233.

Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*. Pearson Addison Wesley. São Paulo, SP, Brasil.

Godói, C. K., Blikstein, I.; Bandeira-De-Mello, R.; Da Silva, A. B.; de Almeida Cunha, C. J. C.; Godoy, A. S.; Oliveira, M. 2017. *Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais*. Saraiva Educação, São Paulo, SP, Brasil.

Grassl, W. 2012. Business models of social enterprise: A design approach to hybridity. *ACRN Journal of Entrepreneurship Perspectives* 1: 37-60.

Instituto de Cidadania Empresarial [ICE]. 2023. Disponível em: < <https://ice.org.br/tag/negocios-de-impacto/>>. Acesso em: 23 nov., 2023.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE]. 2012. Censo Nacional. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 24 jun. 2023.

Jay, J. 2013. Navigating paradox as a mechanism of change and innovation in hybrid organizations. *Academy of Management Journal* 56: 137-159.

Karré, M. 2012. *Conceptualizing Hybrid Organization: Neither Public nor Private: Mixed Forms of Service Delivery Around the Globe*. University of Barcelona, Barcelona, Espanha. Disponível em: <<https://www.hybridorganisations.com/hybridity/>>. Acesso em: 24 abr 2023.

Leech, N.L.; Onwuegbuzie, A.J. 2007. An array of qualitative data analysis tools: a call for data analysis triangulation *School Psychology Quarterly*, 22: 557-584.

Margiono, A.; Zolin, R.; Chang, A. 2018. A typology of social venture business model configurations. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research* 24: 626-650.

Morgan, G.; Smircich, L. 1980. The case for qualitative research. *Academy of management review*, 4: 491-500.

Parker, C., Scott, S., Geddes, A. (2019). *Snowball sampling*. SAGE research methods foundations.

Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento [PANUD]. 2023. *Práticas de Negócio de Impacto*. Disponível em: <<https://www.undp.org/pt/brazil?search=neg%C3%B3cios+sociais>>. Acesso em: 20 abr 2022

Rossetti, J. P.; Andrade, A. 2014. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 7ed. Atlas, São Paulo, SP, Brasil.

Smith, W. K.; Gonin, M.; Besharov, M. L. 2013. Managing social-business tensions: A review and research agenda for social enterprise. *Business Ethics Quarterly* 23(3): 07-42.

Tozzini, S.; Pigatto, J. A. M.; Araújo, V. D. M. 2008. Valuation: os modelos de avaliação de empresas em perspectiva. 8º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, SP, Brasil

Vox Capital. 2018. Relatório de Impacto. Disponível em:< <https://voxcapital.com.br/visao-impacto/>>. Acesso em: 15 jul. 2023.

Walchhutter, S.; Iizuka, E. S. 2019. Tensões organizacionais inerentes como elemento distintivo à natureza dos negócios sociais. *Revista de Ciências da Administração* 21(53): 129-143.

Wyatt, P. 2022. Property valuation. John Wiley & Sons, Cambridge, UK.

Yin, R. K. 2015. Estudo de Caso: Planejamento e métodos. Bookman, São Paulo, SP, Brasil.

Yunus, M. 2006. Creating a world without poverty: social business and the future of capitalism. Public Affairs, New York, USA.