

Área Temática: Estudos Organizacionais

O DESAFIO DO VALUATION EM ORGANIZAÇÕES HÍBRIDAS

Resumo

O objetivo dessa pesquisa é analisar a eficiência das métricas de *valuation* como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas. Para atingir esse objetivo, os conceitos entre a Teoria Organizacional e a Teoria Econômica foram confrontados a partir de uma abordagem teórico-reflexiva. Os resultados indicam que os critérios utilizados no conceito de *valuation*, devido ao paradoxo inerente ao hibridismo organizacional, não conseguem explicar o desempenho econômico e arbitragem de valor dessas organizações. As contribuições dessa pesquisa residem em duas dimensões: a primeira teórica ao propor diálogo com pesquisadores sociais sobre o conceito de *valuation* em organizações híbridas e a segunda, de caráter gerencial por apresentar aos gestores um *template* teórico explicativo que procura compreender o desempenho financeiro desse tipo organizacional a partir de novas perspectivas de análise. A originalidade dessa pesquisa está em abrir e acrescentar debate teórico às literaturas sobre esse tema.

Palavras-chave: Métricas de Avaliação Empresas; Valor de Empresas; Hibridismo Organizacional; Patrimônio da Marca

THE CHALLENGE OF VALUATION IN HYBRID ORGANIZATIONS

Abstract

This research aims to understand the efficiency of company evaluation criteria. To achieve this objective, the concepts between Organizational Theory and Economic Theory were discussed from a theoretical-reflexive approach. The results show that the methods used to measure the financial performance of these hybrid organizations only partially explain their performance due to the inherent adversarial nature of these organizations. The contributions are presented in two axes: in a theoretical perspective, by opening a dialogue with social researchers related to organizational hybridism, and in an empirical perspective, from a managerial issue, by presenting to leaders of hybrid organizations an explanatory theoretical template that seeks to analyze performance and financial achievements of hybrid organizations from a new analytical perspective. The originality of this research lies in adding theoretical debate to the literature on this topic.

Keywords: Company Valuation Metrics; Value of Companies; Organizational Hybridity; Brand Equity

Introdução

Estudos sobre o valor econômico das organizações mostram o papel das métricas de *valuation* como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor (Damodaran, 2007; Assaf Neto, 2021). Essas métricas, no entanto, tem sido criticadas por estarem incompletas em relação às organizações híbridas, pois negligenciam outros fatores de desempenho (Mair & Rathert, 2020; Jia & Sun, 2023; Golbspan, Petrini & Delgado, 2023).

Diversos autores acreditam que o sucesso econômico das organizações híbridas abrem um horizonte de possibilidade de respostas. Cada resposta pode ser de diferente e ainda, todas estarem corretas, pois seu fundamento reside nas crenças, valores e perspectivas em relação ao custo de oportunidade e da continuidade das operações da empresa, ou seja, depende indubitavelmente de expectativas futuras, missão, valores e dos modelos de negócio utilizados (Defourny & Nyssens, 2017a.; Defourny, Nyssens & Brolis, 2021).

Outros autores, defendem que os objetivos inicialmente paradoxais entre metas financeiras e propostas socioambientais, são essencialmente o fator de equilíbrio e ao mesmo tempo, distintivo dessas organizações (Walchhutter & Iizuka, 2019; Best, Miller, McAdam, & Moffett, 2021; Battilana et al., 2022; Kamaludin, 2023). Em contraponto, há autores que persistem, de forma pragmática, em afirmar que o hibridismo organizacional, embora já tenha sido definido por Yunus (2006) como Negócios Sociais (NS), ainda seja um modelo em construção (Barki, Rodrigues & Comini, 2020).

Entretanto, há um consenso entre as literaturas quanto a importância de se medir o desempenho financeiro desse tipo organizacional como forma de sucesso e desenvolvimento o qual se propõe a resolver problemas sociais e ambientais por meio da lógica de mercados (Defourny & Nyssens 2017a.; Margiono, Zolin & Chang, 2018; Weerawardena, Salunke, Haigh & Mort, 2021). Assim, o objetivo desse ensaio teórico é analisar a eficiência das métricas de *valuation* como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas a partir da seguinte questão: em que medida os critérios tradicionais de avaliação de empresas são coerentes para a compreensão do *valuation* em organizações híbridas?

Justifica-se esta proposta por duas razões: a primeira, conforme destacada nos estudos de Doherty, Haugh e Lyon (2014) e Schoneveld (2020) 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 teóricos 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 (2019:2021) e Wyatt (2022) que não tratam desse tema de forma específica.

Os resultados indicam que os critérios utilizados nas métricas de *valuation* não conseguem medir o desempenho financeiro e valor econômico das organizações híbridas. A pesquisa busca contribuir em duas dimensões distintas: inicialmente, teórica por compreender o conceito de *valuation* sob a ótica do hibridismo organizacional, e a segunda, de caráter prático, por sugerir um *template* teórico explicativo como ferramenta gerencial para compreensão das métricas de desempenho financeiro adequadas à missão, visão e valores desse tipo organizacional.

Relação entre Hibridismo Organizacional, Teoria Organizacional e Teoria Econômica

O hibridismo organizacional por característica de sua estrutura paradoxal são estruturas complexas e conflituosas as quais são explicadas de formas diferentes por diferentes autores (Yunus, 2006; Barki et al., 2020; Mair & Rathert, 2020). Embora as organizações híbridas também se fundamentem em um ambiente de negócios com estilo de governança definidos por Williamson (1975) como mercados e hierarquia, seu sentido de existir está pautado em sua missão, que geralmente está associada à equidade, bem estar social e uso responsável de recursos naturais (Battilana & Lee, 2014; Battilana, Obloj, Pache & Sengul, 2022).

Além disso, essas organizações estão situadas na fronteira do setor público, do setor privado e da sociedade civil sem pertencer, de fato, a nenhum deles, o que as torna ainda mais complexas (Bills, 2010; Karré, 2012; Grassl, 2012). Essa ambiguidade, se por um lado torna-se positiva, pois incentiva a criação de organizações confiáveis porque se adequam à situação do meio ambiente onde estão inseridas (Weick, 2015) por outro, implica em um paradoxo organizacional definido por Jay (2013) como “demandas contraditórias e inter-relacionadas que existem simultaneamente, estão interligadas, e persistem ao longo do tempo”, pelas quais, emergem os dilemas e tensões organizacionais (Smith, Gonin & Besharov, 2013; Walchhutter & Iizuka, 2019; White, Samuel, Peattie & Doherty, 2022).

Golbspan et al., (2023) avançam nesse estudo e evidenciam que tais tensões criam espaços de vulnerabilidade que podem desviar a organização de sua missão, por isso sugerem que esses espaços sejam preenchidos por estratégias operacionais de acordo com a proposta original da organização, evitando dessa maneira, que fique à deriva e sofra desvios da missão. Então, como compreender o hibridismo organizacional que se apresenta de forma tão antagônica? Essa explicação talvez se encontre entre os conceitos da Teoria Organizacional e da Teoria Econômica.

As organizações, de acordo com os pensadores da Teoria Organizacional, são considerados como sistemas que se autorregulam (Weick, 1995). Segundo Weick as Organizações Híbridas poderiam ser compreendidas como organizações de interação contínua e sistêmica, ocasionando um fluxo de informações pelas quais o processo de aprendizagem torna-se contínuo e retroalimentado sugerindo um ponto de reflexão no processo de tomada de decisão dos gerentes por meio de rotinas diferentes. Esse autodesenvolvimento reflete um dinamismo de sentido compartilhado e idiossincrático às organizações híbridas que lhes permitem o equilíbrio entre objetivos distintos – o que justificaria a compreensão do paradoxo das organizações híbridas como um axioma (Haigh et al., 2015; Battilana et al., 2022; Gonzales, 2023).

Drucker (2010) corrobora com os estudos de Weick sobre o dinamismo das organizações em adequar as rotinas internas de acordo com as incertezas do ambiente externo, e defende que a maximização do lucro ou da lucratividade não se constitui como a atividade fim de qualquer organização, embora seja decisivo para validar suas estratégias, entretanto, torna-se um limitador de sua existência, sejam híbridas ou não-híbridas. Para Drucker, “o lucro não é a explicação, nem a causa, nem o fundamento lógico das decisões organizacionais, mas sim, [...] de conseguir lucro suficiente para cobrir os riscos de sua atividade econômica”, Drucker (2010).

A interpretação desses pensadores da Teoria Organizacional sobre a finalidade das organizações torna-se um arcabouço teórico que procura explicar a lógica, a dinâmica e os arranjos institucionais estratégicos internos das organizações híbridas utilizando conceitos decorrentes das demais correntes teóricas, como da teoria da

agência, das alianças estratégicas e do processo decisório (Meckling & Jensen, 1976; Kogut, 1988; March & Simon, 1958).

A Teoria Econômica, por sua vez, afirma que uma empresa vale tanto quanto for sua capacidade de gerar riqueza, ou seja, o valor de uma empresa é diretamente proporcional a sua capacidade de gerar valor econômico, representado por um resultado que supera o custo de capital do investidor (Damodaran, 2007; Assaf Neto, 2021; Wyatt, 2022).

Para Adam Smith no final do século XVIII assim como para David Ricardo no início do século XIX representantes da Teoria Econômica Clássica, era ignorada a inclusão de fatores sociológicos aos debates econômicos, considerados como fundamentais por Granovetter (1995) com o surgimento da Nova Sociologia Econômica em meados do século XX em resposta as teorias econômica e neoclássica sobre o “*homo economicus*”, que defendia que as relações sociais eram concebidas sob aspectos racionais e utilitários.

Entretanto, de acordo com a tipologia das organizações híbridas, há uma contradição implícita nesse conceito. Conforme afirma Jay (2013) 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 o critério de *valuation* a partir do próprio conceito do hibridismo organizacional, pois as organizações híbridas não operam conforme a lógica fundamentalista de mercados (Doherty et al., 2014; Battilana et al., 2022; Kamaludin, 2023).

Assim, o hibridismo organizacional se distingue das análises econômicas por indicar que o propósito das organizações existirem, não se encontra essencialmente na maximização do retorno financeiro, mas reside nas relações inter e extra organizacionais que compõem junto à sociedade, como por exemplo, das relações associadas aos custos de transação (Williamson, 1975) ou do desenvolvimento econômico proposto pela escola austríaca (Jacobson, 1992).

Desse modo, os métodos de *valuation* são analisados e colocados em perspectiva em sua utilização prática como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas, tais como o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e o Fluxo de Caixa descontado (FCD) que se tornam suscetíveis e por vezes, inexatos, em detrimento dos reinvestimentos das entradas futuras de valores financeiros (recebíveis) responsáveis pela lucratividade.

Portanto, as métricas de *valuation* em organizações híbridas não conseguem ser compreendidas integralmente nem pela Teoria Organizacional que busca explicar o desempenho da empresa apenas por sua infraestrutura interna (Coase, 1937; Chandler, 1962) tampouco, por um conceito evolucionário do desenvolvimento econômico proposto pela Teoria Econômica (Nelson & Winter, 1982; Assaf Neto, 2021; Wyatt, 2022).

Nesse ensaio teórico, apresenta-se as métricas de *valuation* sob o conceito das organizações híbridas de acordo com seu paradoxo, ou seja, como configurações e estruturas em constante mudança a partir da estratégia, da cultura e da natureza que as constitui – sua missão, que se une a um modelo de negócio, caracterizando assim, as organizações híbridas como um oxímoro (Battilana & Lee, 2014; Walchhutter, 2020).

Desafio dos indicadores financeiros

A avaliação de uma empresa – *valuation*, significa mensurar o valor da empresa a partir do critério de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Em outras palavras, o valor

de uma empresa é igual ao valor presente das expectativas futuras descontado o risco do capital (Assaf Neto, 2021). Essa definição, no entanto, de acordo com a discussão teórica apresentada, evidencia uma dialética hegeliana ao considerar que as métricas de *valuation* encontram em cada variável, a sua negação.

De acordo com Assaf Neto (2019:2021) e Wyatt (2022) os indicadores financeiros tradicionais mais utilizados para medir o valor de uma empresa são: o retorno sobre o patrimônio líquido “Return on Equity” (ROE), retorno sobre o investimento (ROI), indicador de Eficiência Operacional (IE), Margem Líquida e, essencialmente, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Por definição, a rentabilidade é diferente do conceito de lucratividade, embora sejam 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 que está relacionada 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). A Tabela 1 indica as limitações dos métodos de avaliação de empresas.

Tabela 1 – Limitação dos métodos de avaliação de empresas

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;
	Valor de substituição Fluxo de Caixa para o acionista	Quanto custaria substituir os ativos da empresa Fluxo de caixa residual distribuído aos acionistas, descontado o juro e o custo de capital próprio	b) continuidade operacional da empresa Pressuposto de que é possível atribuir a cada ativo um valor intrínseco
Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado	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?

Fonte: Tozzini et al., (2008)

Cada um dos critérios apresentados contêm em sua análise os pressupostos do capitalismo, que por sua vez, são questionados pelas teorias organizacionais Coase (1937), Chandler (1962), Cyert e March (1963) e negados pelo hibridismo organizacional Mair e Rathert (2020) e Golbspan et al., (2023).

Além disso, 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 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).

Portanto, embora os critérios de avaliação de acordo com Damodaran (2007), Tozzini, Pigatto e Araújo (2008) considerem intrinsecamente outros fatores tais como a avaliação baseada em ativos (contábil ou patrimonial), avaliação relativa ou método de múltiplos (mercados) e precificação de opções ou opções reais, nenhum deles consegue explicar de forma coerente o desempenho econômico das organizações híbridas, e assim, novas perspectivas analíticas para constituir o *valuation* desse tipo organizacional se tornam necessárias (Jia & Sun, 2023; Golbspan, et al., 2023).

Alijani e Karyotis (2019) corroboram que os aspectos antagônicos, são justamente os fatores que caracterizam o hibridismo organizacional, constituído exatamente por seus opostos, ou seja, para uma organização híbrida gerar excedente de lucro quando comparado ao custo de oportunidade do investidor (*goodwill*) é necessário primeiramente, atender as demandas socioambientais e, para atingir essas demandas, é necessário investir parte do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) ocasionando, em princípio, redução na maximização da riqueza ao acionista, mas em contrapartida, ao longo prazo, podem aumentar o patrimônio da marca (valor econômico), seja por quesitos mercadológicos ou legais.

Metodologia

De acordo com Morgan e Smircich (1980) o enfoque epistemológico e interpretativo associado ao tema específico dessa pesquisa, a caracteriza como uma discussão teórica-reflexiva. Por essa razão, a compreensão sobre as métricas de *valuation* das organizações híbridas se posiciona em um ponto central entre o extremo subjetivo e a objetividade, pois assume o empreendedorismo social como agente idiossincrático do hibridismo organizacional.

Ademais, o fundamento do estudo sugere moderação de análise devido ao tema ainda ser pouco evidenciado pelas literaturas, exigindo tanto estudos teóricos quanto empíricos para obter convergência de análise para a compreensão da eficiência das métricas de *valuation* como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas. Esse posicionamento filosófico, de acordo com embate encontrado nos estudos de Bertero (2011), Meneghetti (2011a) e Meneghetti (2011b) permitiu as inferências e contribuições específicas da pesquisa.

Discussão

Ao confrontar o propósito e a finalidade das organizações existirem, considerando que a organização está inserida na sociedade, e que a sociedade é definida por Christensen, Baumann, Ruggles e Sadtler (2006) como mercados, os hospitais públicos, o exército e as forças armadas, as fundações e organizações não-governamentais, são exemplos de organizações que colocam em xeque a definição econômica unilateral de Assaf Neto (2019) quanto à finalidade das organizações, e por consequência, coloca em perspectiva as métricas e os indicadores de *valuation* para as organizações híbridas, cuja finalidade encontra-se na sociedade.

De acordo com as teorias organizacionais, a maximização da riqueza defendida por Assaf Neto (2019) passa a ser compreendida por Drucker (2010) apenas como uma determinante que valida as ações estratégicas das organizações em seu posicionamento de mercado, e não seu objetivo ou atividade fim. Portanto, identifica-se que há uma inconsistência nas métricas 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.

Por outro lado, ambos os conceitos teóricos, tanto da Teoria Organizacional quanto da Teoria Econômica, convergem em relação aos direcionadores de valor que permitem às empresas um posicionamento estratégico de mercado que lhes permitem diferenciação em relação às forças de rivalidade de mercado, e por consequência, atingirem vantagem competitiva e lucro econômico respectivamente.

A discussão teórica permite inferir três proposições que precedem o conceito de *valuation* e ajudam no processo de métrica de valor desse tipo organizacional: (i) organizações híbridas não correspondem totalmente às métricas de desempenho econômico e arbitragem de valor; (ii) organizações híbridas correspondem parcialmente às métricas de desempenho econômico e arbitragem de valor; (iii) não há convergência teórica na padronização de um modelo de *valuation* para organizações híbridas (Figura 1).

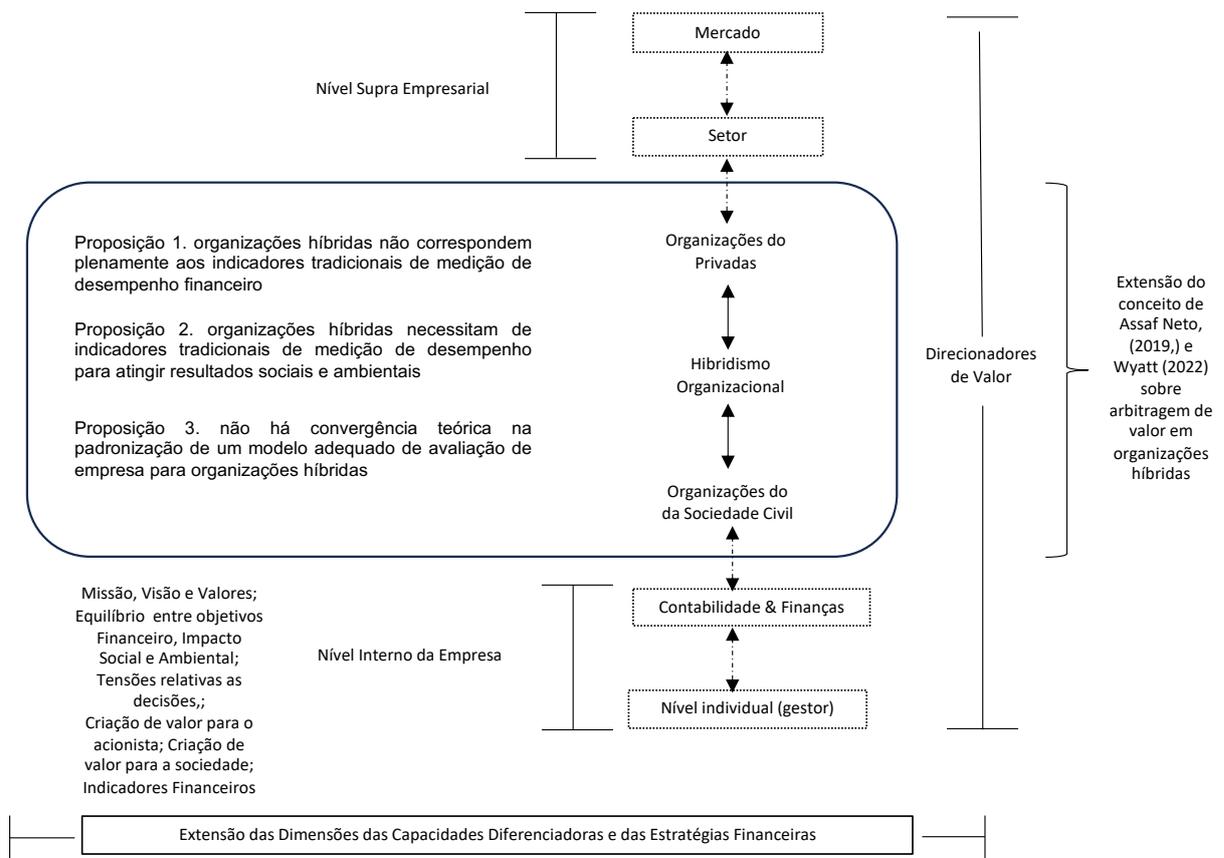


Figura 1 – Proposições a partir dos pressupostos dos métodos de avaliação
Fonte: Elaborado pelo autor.

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 e exigem da contabilidade métricas de natureza não associadas à indicadores financeiros, 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.

As estratégias financeiras ocorrem em nível operacional e estão relacionadas 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* sobre a intangibilidade da marca e valor considerado pelo mercado, pelos quais criam a perspectiva de fluxo de caixa futuro. Entretanto, se o conjunto de ações entre as capacidades diferenciadoras e as estratégias financeiras não remunerarem o custo de oportunidade do acionista/dono da empresa, nesse caso, atuará de forma a destruir valor de mercado (Assaf Neto, 2019).

Proposição 1: organizações híbridas não correspondem totalmente às métricas de desempenho econômico e arbitragem de valor.

A análise em perspectiva da eficiência das métricas de avaliação, usualmente utilizados para resolverem ou indicarem problemas complexos, se deparam com o desafio de medirem organizações tradicionais, cujos indicadores de sucesso, são exclusivamente indicadores financeiros e/ou econômicos. Para as organizações híbridas, “sucesso” implica em reinvestimento de ativos para abrangência do resultado social e ambiental. Com efeito, basear decisões gerenciais unilateralmente em indicadores financeiros e econômicos (Damodaran, 2007; Tozzini et al., 2008; Assaf Neto, 2010; Wyatt, 2022) infere em decrescer as próprias metas iniciais de impacto socioambiental.

Proposição 2: organizações híbridas correspondem parcialmente às métricas de desempenho econômico e arbitragem de valor.

A natureza ontológica do hibridismo organizacional justifica a dificuldade de medir o desempenho econômico e financeiro das organizações híbridas por meio de métricas tradicionais de arbitragem de valor assumidas pelo conceito de *valuation*. Embora seja possível inferir que a finalidade de uma empresa existir esteja mais próxima ao pensamento da Teoria Organizacional proposto por Weick (1995) e Drucker (2010) que ao conceito econômico proveniente da Teoria Econômica defendido em Gitman (2010), Assaf Neto (2019) e Wyatt (2022), não é possível dissociar que as Teorias Organizacionais suportam seus fundamentos nas premissas da Teoria Econômica (Chandler, 1962; Cyert & March, 1963).

Proposição 3: não há convergência teórica na padronização de um modelo de valuation para organizações híbridas.

Inicialmente, os indicadores financeiros auxiliam na análise de avaliação de empresa, mas, eventos sistêmicos e cíclicos, como crises ou risco país, podem influenciar a decisão de gestores pelas escolhas excludentes entre si – *tradeoffs*, sobre qual deveria ser o 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 de decisão (Assaf Neto, 2021). Por outro lado, o conceito de maximização de riqueza, subestima a relação entre a organização híbrida e seu contexto institucional, portanto, assumir o problema social como meso-nível, pode ser analiticamente útil e teoricamente interessante para examinar o papel das organizações híbridas e para avançar nos debates sobre o hibridismo organizacional, contribuindo, assim, com os demais conceitos que envolvem a Teoria Organizacional (Mair & Rathert, 2020).

Template Teórico Explicativo para compreensão do Valuation em Organizações Híbridas

O template teórico explicativo apresenta de forma sintética o dinamismo organizacional que as organizações híbridas enfrentam e, é oferecido como um guia para novos estudos que procuram compreender esse campo a partir de conceitos teóricos e empíricos (Figura 2).

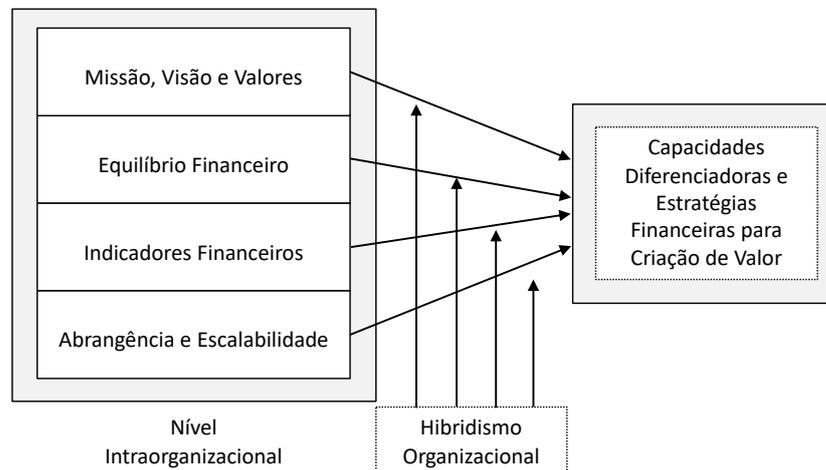


Figura 2 – Relação entre hibridismo organizacional e direcionadores de valor
 Fonte: Resultados originais da pesquisa

As dimensões de desempenho econômico e arbitragem de valor – *valuation*, para as organizações híbridas são mediadas em nível intraorganizacional pelas variáveis intervenientes do processo de decisão gerencial dessas organizações à medida que as fronteiras entre objetivos distintos se aproximam ao terem de decidir entre lógicas concorrenciais no intuito de atingir o equilíbrio financeiro. Esse dinamismo afeta os processos e rotinas organizacionais e resulta nas capacidades diferenciadoras, nas estratégias financeiras e criação de valor, mas, se mantém alinhados à missão, visão e valores que refletem preocupação para o aumento da abrangência e da escalabilidade dos benefícios socioambientais. Dessa forma, as organizações híbridas buscam maximizar os resultados financeiros por razões não materiais e éticas (Doherty et al., 2014; Mair & Rathert, 2020).

Conclusão

O objetivo dessa pesquisa foi analisar, em perspectiva, a eficiência das métricas de *valuation* como medida de desempenho econômico e arbitragem de valor em organizações híbridas. Os resultados identificaram, por meio dos conceitos da Teoria Organizacional e da Teoria Econômica, que os critérios utilizados no conceito de *valuation* se por um lado não conseguem explicar totalmente o desempenho financeiro desse tipo organizacional, por outro, auxiliam na compreensão de variáveis intervenientes que auxiliam na análise de novos modelos de negócio que possuem no dorso de sua estratégia, objetivos distintos. Como resultado, as organizações híbridas necessitam de métricas de desempenho econômico e arbitragem de valor adequadas à sua realidade inerente à natureza de seu paradoxo organizacional de acordo com sua missão.

As contribuições residem em duas dimensões: a primeira teórica ao compreender o conceito de *valuation* em organizações híbridas e acrescentar essa discussão às literaturas sobre esse tema, e a segunda, de caráter gerencial, por apresentar aos gestores das organizações híbridas um caminho para o processo de tomada de decisão nas dimensões de desempenho econômico, arbitragem de valor e benefícios sociais. Por fim, a pesquisa abre diálogo com pesquisadores sociais que procuram analisar o desempenho financeiro das organizações híbridas a partir de novas perspectivas de análise.

Um ponto frágil observado na proposta apresentada está relacionado à perspectiva ideológica dos fundadores e empreendedores sociais, que fundamentam suas decisões de forma discricionária e idiossincrática, muitas vezes fundamentadas por experiência de vida e ideologia pessoal, contrárias à uma visão empresarial sistêmica de acordo com as forças e pressões mercadológicas. De acordo com a característica da abordagem qualitativa de um ensaio teórico, como sugestão para estudos futuros, seria importante adotar métodos quantitativos a partir do uso da técnica de estatística avançada, a correlação entre as variáveis de desempenho econômico, arbitragem de valor e os objetivos sociais e ambientais mensuráveis para criar e testar hipóteses de *valuation* em organizações híbridas.

Referências

- 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.
- Barki, E., Rodrigues, J., & Comini, G. M. (2020). Negócios de impacto: um conceito em construção. *Revista de empreendedorismo e gestão de pequenas empresas*, 9(4), 477-501.
- Battilana, J.; Lee, M. (2014). Advancing research on hybrid organizing insights from the study of social enterprises. *Academy of Management Annals* 8: 397-441.
- Battilana, J., Obloj, T., Pache, A. C., & Sengul, M. (2022). Beyond shareholder value maximization: Accounting for financial/social trade-offs in dual-purpose companies. *Academy of Management Review*, 47(2), 237-258.
- Bertero, C. O. (2011). Réplica 2-o que é um ensaio teórico? Réplica a Francis Kanashiro Meneghetti. *Revista de Administração Contemporânea*, 15, 338-342.

- Best, B., Miller, K., McAdam, R., & Moffett, S. (2021). Mission or margin? Using dynamic capabilities to manage tensions in social purpose organisations' business model innovation. *Journal of Business Research*, 125, 643-657.
- Bills, D. (2010). *Towards of a Theory of Hybrid Organizations. Hybrid Organizations and Third Sector: Challenges for Practice, Theory and Policy*, New York, USA.
- Chandler, A. D. (1962). *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial empire*. Cambridge Mass.
- Coase, R. H. *Economica*. (1937). *New Series*. Vol.4, no.16, pp. 386-405.
- Cyert, R. M.; March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.
- Christensen, C. M.; Baumann, H., Ruggles, R.; Sadtler, T. M. (2006). Disruptive innovation for social change. *Harvard business review*, 84:12, 94.
- 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.
- Defourny, J., Nyssens, M., & Brolis, O. (2021). Testing social enterprise models across the world: Evidence from the “International Comparative Social Enterprise Models (ICSEM) project”. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 50(2), 420-440.
- 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.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*. Pearson Addison Wesley. São Paulo, SP, Brasil.
- Golbspan Lutz, F., Petrini, M., & Aguilar Delgado, N. (2023). Beyond mission drift: understanding the spaces of vulnerability in social enterprises' missions. *Social Enterprise Journal*, 19(5), 519-535.
- Gonzales, R. L. (2023). *Organizações híbridas e o desafio de construir sentido compartilhado*. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração. Porto Alegre, BR-RS.
- Grassl, W. (2012). Business models of social enterprise: A design approach to hybridity. *ACRN Journal of Entrepreneurship Perspectives* 1: 37-60.
- Haigh, N., Walker, J., Bacq, S., & Kickul, J. (2015). Hybrid organizations: Origins, strategies, impacts, implications. *California management review*, 57(3), 5-12.
- Jacobson, R. (1992). The Austrian School of Strategy. *Academy of Management Review*, vol.17, 782- 807
- Jay, J. (2013). Navigating paradox as a mechanism of change and innovation in hybrid organizations. *Academy of Management Journal* 56: 137-159.
- Jia, P., & Sun, S. L. (2023). Mission drift or mission fulfillment? Examining microfinance's financial and social performance with growth curve modeling and variance decomposition. *Cross Cultural & Strategic Management*, 30(3), 467-487.
- Kogut, B., (1988). Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives. *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 319-332.
- Kamaludin, M. F. (2023). Social sustainability within social entrepreneurship. *Technological Forecasting and Social Change*, 192, 122541.
- Karré, M. (2012). *Conceptualizing Hybrid Organization, Neither Public nor Private: Mixed Forms of Service Delivery Around the Globe*. University of Barcelona, Barcelona, Espanha.

- Mair, J., & Rathert, N. (2020). Let's talk about problems: Advancing research on hybrid organizing, social enterprises, and institutional context. In *Organizational hybridity: Perspectives, processes, promises* (pp. 189-208). Emerald Publishing Limited.
- March, J. G., & Simon, H. A. (1958). *Organizations*. New York: Wiley.
- Margiono, A.; Zolin, R.; Chang, A. (2018). A typology of social venture business model configurations. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research* 24: 626-650.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). *Theory of the Firm*. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.
- Meneghetti, F.K. (2011a) O que é um Ensaio-Teórico? *Revista de Administração Contemporânea*, 15 (2), 320-332.
- Meneghetti, F.K. Tréplica (2011b) O que é um Ensaio-Teórico? Tréplica à Professora Kazue Saito Monteiro de Barros e ao Professor Carlos Osmar Bertero. *Revista de Administração Contemporânea*, 15 (2), 343-348.
- Morgan, G.; Smircich, L. (1980). The case for qualitative research. *Academy of management review*, 4: 491-500.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). The Schumpeterian tradeoff revisited. *The American economic review*, 72(1), 114-132.
- Schoneveld, G. C. (2020). Sustainable business models for inclusive growth: Towards a conceptual foundation of inclusive business. *Journal of Cleaner Production*, 277, 124062.
- 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
- 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.
- Walchhutter, S. (2020). Axioma ou Oxímoro?: reflexões sobre a natureza dos Negócios Sociais sob a perspectiva teórica do Hibridismo Organizacional. *XXVIII Seminários em Administração*. São Paulo-SP.
- Weerawardena, J., Salunke, S., Haigh, N., & Mort, G. S. (2021). Business model innovation in social purpose organizations: Conceptualizing dual social-economic value creation. *Journal of Business Research*, 125, 762-771.
- Weick, K. E. (2015). Ambiguity as grasp: The reworking of sense. *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 23(2), 117-123.
- Weick, K. E. & Weick, K. E. (1995). *Sensemaking in Organizations* (Vol. 3, pp.1-231). Thousand Oaks, CA: Sage publications.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies*. New York: Free Press.
- White, G. R. T., Samuel, A., Peattie, K., & Doherty, B. (2022). Reconciling social enterprise: beyond the paradox perspective. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 28(2), 500-526.
- Wyatt, P. (2022). *Property valuation*. John Wiley & Sons, Cambridge, UK.
- Yunus, M. (2006). *Creating a world without poverty: social business and the future of capitalism*. Public Affairs, New York, USA.