



DETERMINANTES DO INVESTIMENTO EM IMPACTO SOCIOAMBIENTAL POR FAMÍLIAS EMPRESÁRIAS BRASILEIRAS

Determinants of investment in socio-environmental impact by Brazilian business families

Fernando Freire Vasconcelos, José Geraldo Setter Filho, Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho
Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da USP
Email: fernando.vasconcelos@usp.br, geraldo.setter@usp.br, capfilho@usp.br

RESUMO

A classe de ativos financeiros de investimentos de impacto encontra nas famílias empresariais um de seus alocadores de recursos habituais. Dado o crescente interesse por esse tipo de investimento e o volume de recursos envolvidos, o objetivo deste artigo é compreender as características das famílias empresárias/empresas familiares que influenciam essa alocação de recursos. Tendo em vista o desenvolvimento de uma exploração hipotética e quantitativa, este trabalho foi desenvolvido por meio da aplicação de uma *pesquisa online* com membros de famílias empresárias no Brasil. Encontrou-se uma relação significativa e positiva entre um maior nível de riqueza socioemocional (JUE) e o valor destinado aos investimentos de impacto. A dimensão de destaque da família mostrou-se a que o componente da *JUE* responsável pela relação encontrada. Os resultados permitem o avanço da fronteira do conhecimento sobre o tema e revelam inúmeras possibilidades de explorações futuras, bem como têm valor para a indústria de serviços voltados para famílias empresárias/empresas familiares.

Palavras-chave: Investimento de impacto, Família empresária, Empresa familiar, Riqueza socioemocional, Pesquisa online.

ACEITO EM: 30/09/2024

PUBLICADO EM: 30/10/2024



DETERMINANTS OF INVESTMENT IN SOCIO-ENVIRONMENTAL IMPACT BY BRAZILIAN BUSINESS FAMILIES

Determinantes do investimento em impacto socioambiental por famílias empresárias brasileiras

Fernando Freire Vasconcelos, José Geraldo Setter Filho, Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho
Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da USP
Email: fernando.vasconcelos@usp.br, geraldo.setter@usp.br, capfilho@usp.br

ABSTRACT

The financial asset class of impact investments finds in business families one of its usual resource allocators. Given the growing interest in this type of investment and the volume of resources involved, the objective of this article is to understand the characteristics of business families/family businesses that influence this allocation of resources. In view of the development of a hypothetical and quantitative exploration, this work was developed through the application of an *online survey* with members of business families in Brazil. A significant and positive relationship was found between a higher level of socioemotional wealth (SEW) and the amount allocated to impact investments. The dimension of prominence of the family proved to be that the component of *the SEW* responsible for the relationship found. The results allow the advancement of the frontier of knowledge on the subject and reveal numerous possibilities for future explorations, as well as have value for the service industry aimed at business families/family businesses.

Keywords: Impact investing, Business family, Family business, Socio-emotional wealth, Online survey.

INTRODUÇÃO

Os chamados investimentos de impacto buscam endereçar prementes questões sociais e/ou ambientais, ao mesmo tempo que perseguem retornos financeiros (Agrawal & Hockerts, 2019a). Esses investimentos vêm, ao longo dos últimos anos, ganhando a atenção da literatura acadêmica, devido à sua relevância para a sociedade e o meio ambiente. Além disso, o volume de recursos alocados nesse tipo de investimento tem crescido rapidamente em termos de recursos alocados (Agrawal & Hockerts, 2019b; Cruz et al., 2021). Pesquisas indicam que algumas categorias específicas de investidores costumam ser mais usualmente associadas à alocação de recursos em negócios do gênero (Bass & Dithrich, 2020; Cruz et al., 2021; Lazzarini et al., 2019).

Por outro lado, a literatura acadêmica reconhece que os objetivos, preferência ao risco e horizonte de resultados esperados de diferentes formas de propriedade (logo, de diferentes tipos de investidores) trazem importantes implicações gerenciais para as organizações e, conseqüentemente, para os investimentos que escolhem (Boyd & Solarino, 2016).

Em particular, a forma de propriedade representada pela empresa familiar é tema amplamente explorado na literatura, devido à reconhecida importância desse tipo de organização (Karam, Machado Filho & Abib, 2019). Já as famílias empresárias (isto é, famílias que deram origem a empresas ou grupos de empresas familiares, podendo inclusive chegar-se ao nível de corporações controladas por famílias desse tipo) são reconhecidas, justamente, pela sua presença recorrente no cenário dos investimentos em negócios de impacto socioambiental (Bass & Dithrich, 2020; Cruz et al., 2021; Lazzarini *et al.*, 2019; Mudaliar et al. 2018; Mudaliar & Dithrich, 2019), seja através de investimentos pessoais diretos ou via empresas controladas, seja via fundações ou institutos (familiares ou empresariais) ou, ainda, via estruturas de gestão de patrimônio familiar conhecidas por *family offices*.

As características das famílias empresárias exploradas por este estudo, que interagem na alocação de recursos em investimentos de impacto, são foco de interesse, em especial, de pesquisadores nas áreas de estratégia e finanças, governança corporativa, responsabilidade social corporativa, empresas familiares, famílias empreendedoras, gestão de riqueza (*wealth management*), *family offices*, e investimentos de impacto socioambiental.

Dada a atualidade e importância dos temas sobre os quais este trabalho se debruça, o problema de pesquisa é analisado através da investigação do *gap* existente no conhecimento científico relacionado aos possíveis fatores determinantes que influenciam famílias empresárias na alocação de recursos em investimentos de impacto.

Por determinantes das famílias empresárias deve-se entender o conjunto de atributos e características desse grupo – ligado à expressiva forma de propriedade representada pela empresa familiar – que afetam os propósitos, intenções, mecanismos de decisão e expectativa de resultados relacionados à decisão de alocar recursos em investimentos de impacto. Nesse sentido, a questão de pesquisa focalizada no presente estudo é: Quais são os determinantes que influenciam a alocação de recursos por famílias empresárias em investimentos de impacto?

O objetivo geral deste trabalho é a identificação de fatores ligados à propensão na alocação de recursos por famílias empresárias em investimentos de impacto socioambiental, bem como a intensidade e o eventual papel moderador ou mediador desses fatores no processo.

Como objetivo específico, pretende-se analisar traços dos investimentos de impacto, assim como das empresas familiares, famílias empresárias e seus integrantes, que foram considerados nas hipóteses desenvolvidas neste estudo. Adicionalmente, algumas variáveis de controle fizeram parte do modelo, para maior entendimento da situação em estudo.

A partir da questão de pesquisa explicitada anteriormente, desenvolve-se um estudo de natureza hipotética e quantitativa, com abordagem descritiva e/ou correlacional, a partir da aplicação do método survey online. Previamente à aplicação do questionário, foram realizadas entrevistas com integrantes de famílias empresárias, para o aprimoramento prévio do instrumento de pesquisa.

Do ponto de vista acadêmico, a contribuição pretendida por este projeto reside em identificar características de famílias empresárias e de que forma essas características influenciam a alocação de recursos em investimentos de impacto socioambiental. Do ponto de vista prático, este estudo traz contribuições para toda a indústria de serviços voltados às famílias empresárias e suas empresas, sem esquecer o mercado financeiro de forma mais ampla, bem como para praticantes ligados ao campo dos investimentos de impacto.

Por fim, e não menos importante, este estudo traz achados que se relacionam com a criação de valor sustentável (Hart & Milstein, 2003), fundamental para uma interação construtiva entre a atividade econômica e a

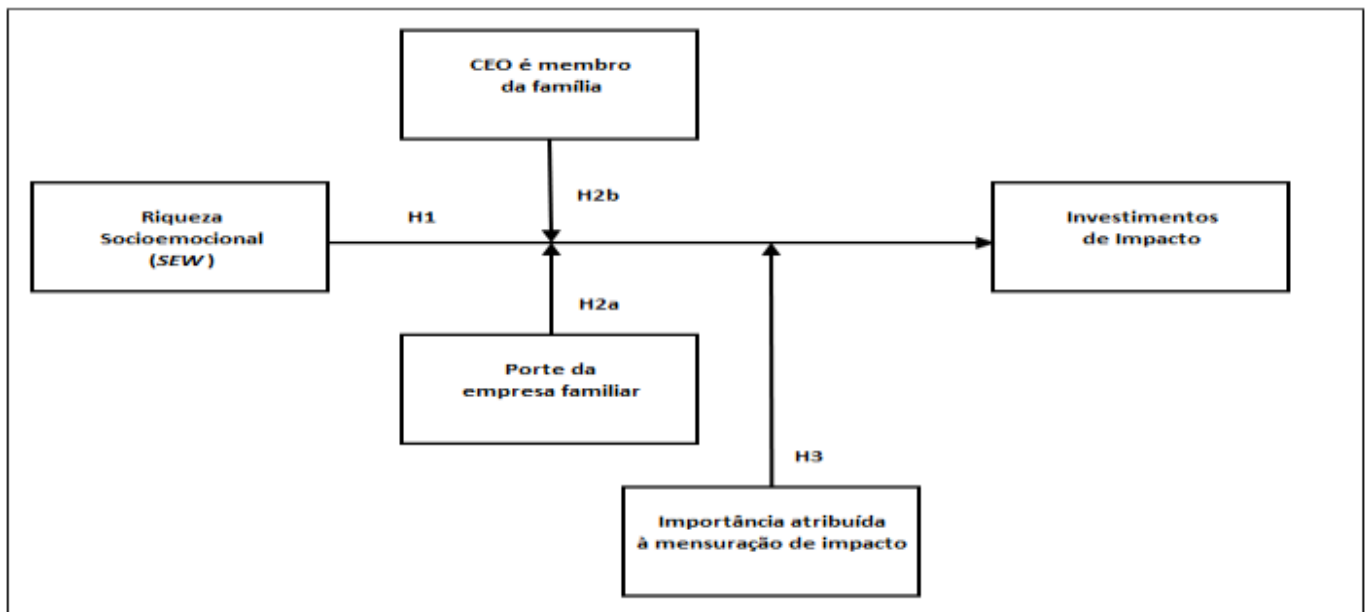
sociedade em geral, incluído aí o próprio planeta, em um momento em que as questões ligadas às mudanças climáticas, e suas consequências sociais e ambientais, vão ganhando mais e mais relevância.

Até onde se pôde pesquisar previamente, não foram identificados estudos relacionando conjuntamente os temas de famílias empresárias e suas características com a classe de ativos representada pelos investimentos de impacto.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Como já mencionado, o problema de pesquisa abordado por este trabalho está situado na confluência de dois temas – *famílias empresárias e investimentos de impacto* – que apresentam oportunidades de investigação para o preenchimento de *gaps* no conhecimento científico. Assim sendo, o modelo conceitual explorado neste trabalho encontra-se representado na Figura 1.

Figura 1 - Modelo Conceitual



Fonte: o autor

As empresas familiares são motivadas e comprometidas com o acúmulo ou a manutenção de sua riqueza socioemocional (*SEW*), que se refere a aspectos não financeiros e mais ligados ao legado ou patrimônio afetivo da empresa (Jiang *et al.*, 2018). A *SEW* reflete motivações e metas dos líderes da família empresária, estando na origem de uma mais pronunciada orientação de longo prazo, bem como influenciando as escolhas estratégicas e ações da empresa (Debicki *et al.*, 2017). Também conforme visto, no âmbito da família empresária, encontramos a presença da característica de *familiness*, conjunto especial de recursos intangíveis únicos e positivos que uma empresa familiar possui devido à interação entre os membros individuais da família e o negócio (Rivo-López *et al.*, 2017; Serrano *et al.*, 2006), que propicia a criação de vantagem competitiva e geração de valor e de riqueza (Pearson *et al.*, 2008).

À luz da teoria do capital social (LIN, 2017), a qual explica que a história da família influencia os processos estratégicos da empresa e os resultados obtidos (Rivo-López *et al.*, 2017), bem como levando-se em conta as já mencionadas características de orientação de longo prazo e de *familiness*, e a forma especial como a empresa familiar é gerida pensando a criação de valor e *SEW*, podemos vislumbrar o ambiente que influencia as escolhas estratégicas e ações da empresa/família, incluindo suas decisões na alocação de recursos.

Pensando-se agora no contexto dos investimentos de impacto, que são aqueles investimentos feitos, de forma deliberada e intencional, com o duplo objetivo de criação de valor social e valor econômico, buscando impacto mensurável ao lidar com problemas prementes nas áreas social e ambiental (Agrawal & Hockerts, 2019b), constata-se que esse tipo de investimento vem ganhando mais e mais importância global em termos de recursos alocados (Agrawal & Hockerts, 2019b; Cruz *et al.*, 2021). Viu-se que a forma de propriedade representada pela

família empresária é reconhecida pela sua presença recorrente no cenário dos investimentos em negócios de impacto socioambiental (Bass & Dithrich, 2020), seja através de investimentos pessoais diretos ou via empresas controladas, seja via fundações ou institutos (familiares ou empresariais) ou, ainda, via estruturas de gestão de patrimônio familiar conhecidas por *family offices*.

Assim sendo, percebe-se que a decisão estratégica de alocação de recursos por famílias empresárias (Rivo-López *et al.*, 2017) em investimentos de impacto é influenciada e convergente com múltiplos aspectos ligados a essa forma de propriedade. Tal decisão: *i.* permite a adequada escolha da família em termos de propensão ao risco (Boyd & Solarino, 2016); *ii.* se beneficia do conjunto de recursos representado pela *familiness*, que é fonte de vantagem competitiva para a empresa na criação de valor e geração de riqueza (Pearson *et al.*, 2008); *iii.* está alinhada com a criação de valor de longo prazo (Bierl & Kammerlander, 2019); *iv.* atende ao posicionamento da família no contínuo de preferências relativo à priorização entre lucro ou impacto (*profit first* versus *impact first*); e, por fim, *v.* satisfaz a necessidade da família em termos de motivação e comprometimento com aspectos não financeiros e mais ligados ao patrimônio afetivo, representada pela *SEW*, sua acumulação e manutenção (Jiang *et al.*, 2018).

Essa convergência de fatores explica a evidência empírica recorrente da presença da forma de propriedade representada pela família empresária no cenário dos investimentos de impacto socioambiental (Bass & Dithrich, 2020) e permite enunciar a primeira e principal hipótese (*baseline*) deste estudo:

Hipótese 1: Uma maior riqueza socioemocional (SEW) está associada a um maior valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto.

Empresas familiares e famílias empresárias são, por natureza, heterogêneas (Gaska, 2018), sendo da mesma forma heterogêneas suas prioridades e preferências como investidores (Geobey & Callahan, 2017). Talvez o aspecto mais imediato em que se pode perceber a heterogeneidade em questão diz respeito ao porte das empresas familiares, analisada sob a ótica de receitas, ativos totais, número de funcionários, entre outros. Essa grande variação no porte das empresas familiares traz complexas implicações para o estudo desse tipo de organização (Schulze & Kellermanns, 2015).

Assim, a questão do porte da empresa familiar remete naturalmente à possibilidade de interferência dessa característica também no contexto da alocação de recursos pela família empresária em investimentos de impacto. Um maior porte permitiria supor uma maior disponibilidade de recursos financeiros, que por sua vez geraria uma maior capacidade de acumulação ou preservação da *SEW* (Berrone *et al.*, 2010), potencializando a busca por maior visibilidade e reputação da família, o que incrementaria o valor direcionado para investimentos de impacto. Essa cadeia lógica permite enunciar uma primeira questão moderadora a ser explorada neste estudo:

Hipótese 2a: Um maior porte da empresa familiar aumenta a associação entre riqueza socioemocional (SEW) e o valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto.

Ainda no tocante à heterogeneidade na categoria das empresas familiares, a *SEW* ajuda a explicar uma grande variedade de decisões estratégicas nesse tipo de organização, passando por temas como aquisições, investimentos e desinvestimentos, diversificação, inovação, pesquisa e desenvolvimento, remuneração e lucratividade, dentre outras, além de influenciar as visões relativas ao amplo tema da responsabilidade social corporativa, passando pelas questões de desempenho ambiental e da participação em atividades filantrópicas (Jiang *et al.*, 2020; Schulze, 2016).

Entretanto, existe também uma situação específica, ligada à questão da governança da empresa familiar, que ajuda a explicar as decisões estratégicas adotadas na condução do negócio. Tal situação diz respeito à circunstância particular em que o CEO é membro integrante da família. Um executivo com tal característica tem participação destacada nas escolhas e decisões estratégicas da empresa (Matsuo, 2022).

Ora, por um lado, a família empresária busca o acúmulo/preservação da *SEW* (Jiang *et al.*, 2018), bem como motivações e metas dos líderes da família empresária influenciam as escolhas estratégicas e ações da empresa (Debicki *et al.* 2017). Por outro lado, a decisão estratégica de alocação de recursos em investimentos de impacto é congruente com a busca de acumulação de *SEW* por famílias empresárias (Rivo-López *et al.*, 2017), estando

alinhada a uma maior orientação de longo prazo (Debicki et al. 2017), ao mesmo tempo que propicia a criação de vantagem competitiva e geração de valor e de riqueza para a empresa/família (Pearson et al., 2008).

Com um integrante da família empresária ocupando a posição de CEO, espera-se um maior valor aplicado em investimentos de impacto, já que alguém com essa dupla característica, por ter participação destacada nas escolhas e decisões estratégicas da empresa, tenderia a potencializar o esforço na busca pelo acúmulo ou preservação da *SEW* da família.

Em contraste, um CEO profissional, não integrante da família, não contaria com essa conjunção de fatores estimulando o direcionamento de recursos para investimentos de impacto. A partir desse raciocínio, podemos enunciar mais uma hipótese moderadora deste estudo:

Hipótese 2b: A presença de um CEO integrante da família aumenta a associação entre riqueza socioemocional (SEW) e o valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto.

A literatura aponta para uma característica específica que tende a se sobressair nas empresas familiares/famílias empresárias, que é a sua maior orientação de longo prazo, quando comparada à de empresas não familiares (Gentry et al., 2016).

Por outro lado, no tocante ao campo dos investimentos de impacto, existe um *trade off* entre expectativas de curto e longo prazos, atenuando — ou, muitas vezes, até eliminando — a aparente contradição entre lucro e impacto (Biasin et al., 2019). Além disso, existe todo um contínuo quanto às preferências dos investidores, partindo de um extremo — onde é priorizado o lucro em relação ao impacto (*profit first*) — e chegando até o extremo oposto — onde é priorizado o impacto e, subsidiariamente, o lucro (*impact first*) (Tekula & Andersen, 2019).

A análise do prazo para a geração de impacto, que permite à família empresária concluir se o impacto esperado de um dado investimento ou projeto é suficiente em vista do *trade off* de prazo aceito, remete para a questão da mensuração de impacto (Choda & Teladia, 2018), importante ferramenta para o monitoramento dos investimentos e seus resultados. Entretanto, a efetiva mensuração do impacto de um investimento ou projeto muitas vezes só se torna possível após um alongado período, em função do processo de maturação, variando caso a caso.

Ora, se a mensuração de impacto permite à família empresária analisar se a alocação ou gestão de recursos está em conformidade com suas prioridades e preferências (Geobey & Callahan, 2017), inclusive no tocante ao prazo esperado para o impacto desejado e ao posicionamento da família no contínuo de preferências entre lucro e impacto, é de se supor que a ausência de mensuração do impacto trazido pelos investimentos, ou mesmo a ausência de perspectiva futura dessa mensuração, seja algo que afaste o interesse da família empresária dos investimentos de impacto, permitindo enunciar a terceira e última hipótese moderadora deste estudo:

Hipótese 3: A presença de mensuração de impacto aumenta o valor investido por famílias empresárias em investimentos de impacto.

2 METODOLOGIA

Passamos agora a apresentar os aspectos metodológicos e de execução adotados no desenvolvimento deste trabalho, que foi construído como um estudo de natureza hipotética e quantitativa, com abordagem descritiva e/ou correlacional, a partir da aplicação do método survey online (Congdon et al., 2017).

O caráter correlacional deste estudo se deve à busca por fatores que expliquem heterogeneidade nas famílias empresárias quanto aos seus investimentos de impacto, a partir da associação entre os construtos envolvidos. De outra forma, não é pretensão deste estudo testar efeitos causais entre *SEW* e um maior investimento de impacto.

Pesquisas baseadas no acesso a respondentes através da internet (*internet-mediated research, electronic survey research* ou, ainda, *online research methods*, conforme encontrado na literatura) têm crescido rapidamente em todos os ramos do conhecimento (Kalkbrenner, 2021). Considerando-se em especial o acesso facilitado a respondentes que, de outra forma, não se conseguiria alcançar, optou-se pelo uso de um survey online no desenvolvimento deste trabalho.

2.1 Processo de construção e validação do questionário (*survey online*)

Durante o processo de desenvolvimento e validação do *survey online*, diversas aplicações do seu conteúdo foram feitas sucessivamente, de forma individual ou em grupo, com o objetivo de refinar as perguntas utilizadas no instrumento de pesquisa (Creswell, 2010), previamente à sua aplicação a integrantes de famílias empresárias.

As diversas aplicações prévias do questionário, mencionadas anteriormente, ocorreram através da: i. submissão do conteúdo do questionário, na forma de entrevista individual, tanto com pesquisadores experientes quanto com integrantes de famílias empresárias; ii. submissão de versão intermediária do conteúdo do instrumento, já na forma de *survey online* e iii. submissão do conteúdo do questionário, na forma de *survey online*, a um grupo de pesquisadores com graus variados de experiência em um seminário acadêmico online.

O *survey online* foi construído e aplicado em português, sendo composto por quatro distintas seções, com breves parágrafos/comentários nas perguntas de transição entre seções, chamando atenção dos respondentes para o fato de o tema de interesse, abordado na seção que se iniciava com a respectiva pergunta, ser diferente daquele abordado até então. A inserção desses parágrafos/comentários teve por objetivo reforçar a atenção dos respondentes (Melo & Cabral, 2020).

O questionário construído, composto por seis blocos lógicos detalhados a seguir: 1) Abertura (sem coleta de informações para efeito de testes de hipóteses); 2) Investimentos de impacto; 3) Família empresária/Riqueza Socioemocional (SEW); 4) Dados do respondente; 5) Dados da empresa familiar; 6) Fechamento.

Além disso, de forma a aumentar a confiabilidade de que os respondentes da pesquisa realmente eram integrantes de famílias empresárias, investindo ou com interesse em investir em negócios de impacto — logo se caracterizando como respondentes qualificados — foram inseridas algumas questões no questionário funcionando como *trap questions* que tem por objetivo confirmar que os respondentes efetivamente refletem o perfil esperado, contribuindo para a qualidade dos dados em surveys online na área de ciências sociais (Liu & Wronski, 2018).

Para aquelas questões nas quais se pretendia avaliar o porte das empresas às quais os integrantes das famílias empresárias estavam ligados, optou-se por utilizar classificações padrões. Quanto ao porte da empresa por Número de funcionários, utilizou-se o padrão proposto pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) (Martins et al., 2017), enquanto no tocante ao Faturamento, utilizou-se o padrão do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 2010.

A questão da quantidade total de questões foi observada, já que a literatura mostra que, quão mais longo for o *survey online*, maior a chance de abandono dos respondentes (Hochheimer et al., 2019), gerando o problema de ausência de dados ou atrito (Wooldridge, 2010). A versão final do questionário incluiu 50 questões.

2.2 Processo de coleta de dados

O instrumento de pesquisa foi preparado para distribuição fazendo uso da plataforma Qualtrics, ferramenta proprietária especializada para aplicação de surveys online (Kalkbrenner, 2021). A distribuição do questionário foi feita através de links anônimos, disponibilizados em grupos na plataforma WhatsApp ligados ao tema de empresas familiares, ou então ligados a ramos de atividade com forte presença de famílias empresárias (por exemplo, o agronegócio brasileiro). Outros canais de distribuição do questionário incluíram o envio de mensagens de correio eletrônico a mailing list mantido a partir do interesse na área de empresas familiares pelo Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, bem como o envio de mensagens a *mailing list* mantido pelo Insper Metrics, centro de pesquisas brasileiro renomado que realiza estudos sobre estratégias organizacionais envolvendo projetos com potencial de gerar alto impacto socioambiental. Os canais de distribuição citados anteriormente foram objeto de até três mensagens adicionais, de reforço, pedindo a participação no survey, de forma a aumentar a taxa de respostas obtida (Sauermann & Roach, 2013). Links anônimos foram enviados a perfis que se identificavam como sócios em empresas familiares na plataforma LinkedIn, a partir de um perfil de assinante premium (Parente, 2018).

Por fim, links anônimos foram também enviados a um grande número de pesquisadores, não necessariamente ligados ao tema de investimentos de impacto e/ou de empresas familiares, pedindo ajuda no encaminhamento da mensagem a indivíduos do networking do pesquisador que também se encaixassem no perfil de integrantes de famílias empresárias.

Todas estas iniciativas caracterizando a técnica de amostragem em bola de neve (*snowball* ou *chain referral sampling*) (Biernacki & Waldorf, 1981), de tipo exponencial discriminativa.

2.3 Descrição das variáveis

Os dados coletados foram analisados através de regressões múltiplas (Wooldridge, 2010), de forma a testar as hipóteses desenvolvidas anteriormente, verificando-se a relação esperada entre as variáveis definidas no modelo conceitual deste estudo.

2.3.1 Variável dependente

Levando-se em conta que o objetivo deste trabalho é identificar as características de famílias empresárias que influenciam a alocação de recursos em investimentos de impacto, a variável dependente escolhida é justamente o Valor Total alocado em investimentos de impacto, no momento da resposta ao survey e medido em milhões de reais, conforme as informações fornecidas pelos respondentes qualificados.

2.3.2 Variável independente

Como principal variável independente deste projeto escolheu-se a Riqueza Socioemocional – SEW (Jiang et al., 2018), devido ao grande poder desse construto em explicar decisões estratégicas no âmbito da empresa familiar/família empresária (Schulze, 2016).

Para a medida da SEW adotou-se a *Socioemotional Wealth Importance Scale*, referida por SEWi (Debicki et al., 2016), sendo que esse instrumento é composto por nove perguntas ligadas, três a três, às dimensões de Proeminência da Família (*Family Prominence*), relacionada com a construção e manutenção da imagem da família; Continuidade da Família (*Family Continuity*), relacionada com a preservação e sustentabilidade da família no longo prazo; e, Enriquecimento da Família (*Family Enrichment*), relacionada com a harmonia e bem-estar entre os integrantes da família.

As respostas para cada uma das perguntas relativas às dimensões da SEW foram registradas através de uma escala do tipo Likert de cinco pontos (Chyung et al., 2017), variando de “1” para Discordo fortemente (não importante) até “5” para Concordo fortemente (muito importante).

2.3.3 Variáveis moderadoras

Como variáveis moderadoras foram definidas: i. Receitas; ii. CEO é integrante da família; e, iii. Importância atribuída à avaliação de impacto.

Considerando que empresas familiares maiores podem ter maior capacidade de investir em impacto (Debicki et al., 2017), busca-se verificar a questão do porte da empresa familiar através do uso da variável Receitas, medida em milhões de R\$ e utilizando-se o padrão estabelecido pelo BNDES (2010).

CEO é integrante da família é uma variável dummy binária (Sim ou Não), que identifica se o posto executivo máximo da empresa é ocupado por um membro da família, já que essa posição tem particular influência nas escolhas e decisões estratégicas da empresa (Matsuo, 2022).

O poder moderador da importância conferida às questões ligadas à mensuração de impacto é medido pela variável Importância atribuída à avaliação de impacto, também através de uma escala do tipo Likert de cinco pontos (Chyung et al., 2017), variando de “1” para Discordo fortemente (não importante) até “5” para Concordo fortemente (muito importante). Vale notar que essa escala é a mesma usada para a variável independente SEW e suas dimensões (Debicki et al., 2016).

Para efeito de recapitulação, no Tabela 1 encontram-se registrados os construtos ligados às hipóteses e suas formas de medida.

Tabela 1 - Resumo das Hipóteses

Hipótese	Construto	Escala e/ou unidade de medida
1	SEW	Escala SEWi (Debicki et al.) 2016)
1, 2a, 2b e 3	Valor total alocado em investimentos de impacto	R\$ milhões
2a	Receitas	Escala usada pelo BNDES (2010)
2b	CEO é integrante da família	Variável binária (Wooldridge, 2010)
3	Importância atribuída à avaliação de impacto	Escala Likert de 05 pontos (Chyung et al., 2017)

Fonte: o autor

2.3.4 Variáveis de controle

Como variáveis de controle foram definidas: i. Número de integrantes da família que participam/influenciam as decisões estratégicas e de investimentos; ii. Sabe o ano de fundação da empresa; iii. Geração atualmente responsável pela gestão da empresa; iv. Número de empregados; v. Percentual de participação da família no capital da empresa; vi. Forma de investimento; vii. Tipo de impacto; viii. Retorno mínimo requerido para investimento de impacto.

Para verificação da importância da qualidade da governança em empresas familiares/famílias empresárias, que influência decisões ligadas à responsabilidade social corporativa e a temas ambientais, adotamos o Número de integrantes da família que participam/influenciam as decisões estratégicas e de investimentos, uma variável quantitativa discreta (Graafland, 2020).

Já a variável *Sabe o ano de fundação da empresa* é uma dummy binária (Sim ou Não), que busca identificar a proximidade do respondente com a empresa familiar (Migliori et al., 2020).

Para controle em relação à inclinação da família empresária em pensar no longo prazo utilizamos a variável categórica Geração atualmente responsável pela gestão da empresa (Suess-Reyes, 2016), pois a indicação da presença de múltiplas gerações da família na gestão da empresa reflete uma maior orientação de longo prazo, sendo que a alocação de recursos em investimentos de impacto é congruente com esse tipo de orientação (Debicki et al., 2017).

Adicionalmente à variável moderadora Receitas, utilizada para aferir o porte da empresa familiar, foi empregada ainda a variável de controle Número de empregados, uma vez também ser usual na literatura essa alternativa de análise com relação ao porte da empresa (Debicki et al., 2017). Lembrando, a relevância da análise sobre o porte da empresa reside no fato de que empresas familiares maiores podem ter maior capacidade de investir em impacto (Debicki et al., 2017).

Para controle em relação à participação societária da família no capital da empresa utilizou-se a variável quantitativa discreta Percentual de participação da família no capital da empresa, com 8 valores múltiplos de 5%, cobrindo desde “Até 5%” até “100%”, afora a alternativa “Outro/não sei” (Berrone et al., 2012). Este controle busca verificar se a participação da família no capital da empresa tem alguma influência na alocação de recursos em investimentos de impacto.

Para verificação do meio utilizado para aporte de recursos em investimentos de impacto foi utilizada a variável qualitativa Forma de investimento, com quatro alternativas (investimento direto pela empresa ou holding familiar, family office, fundação empresarial ou familiar e aporte pessoal/individual), afora a alternativa “Outro / não sei”. Busca-se aqui identificar se existe alguma preponderância dentre esses subtipos da forma de propriedade representada pela família empresária (Bass & Dithrich, 2020) na alocação de recursos em investimentos de impacto.

Utilizou-se ainda a variável qualitativa Tipo de impacto para analisar o foco de atuação buscado pela empresa ou família, com três alternativas (ambiental, social ou socioambiental), afora a alternativa “Outro / não sei”. O objetivo deste controle é tentar identificar se existe, ou não, alguma tendência mais voltada a aspectos ambientais ou sociais na alocação de recursos por famílias empresárias em investimentos de impacto.

Por fim, houve também controle quanto ao retorno mínimo exigido na presença de impacto comprovado (isto é, na presença de processo formal de mensuração de impacto), através da variável quantitativa discreta Retorno mínimo requerido para investimento de impacto, variando desde “10%” até “0%”, fazendo uso de múltiplos de 2%.

Tenta-se aqui verificar se há alguma precedência entre impacto ou lucro nas preferências da família empresária na alocação de recursos em investimentos de impacto, uma vez existindo a comprovação (mensuração) do impacto ou a intenção futura de mensurá-lo.

3 RESULTADOS

3.1 Caracterização da amostra

O banco de dados utilizado foi construído com base na participação de 329 respondentes, depois reduzidos a 130 respondentes qualificados, identificados com a ajuda de *trap questions* e distratores inseridos no *survey online* (LIU; WRONSKI, 2018). Essa base de respondentes foi obtida a partir do envio da pesquisa a mais de 7.500 pessoas, através de múltiplas mídias, o que representa uma taxa de respondentes qualificados de aproximadamente 1,86%. O período em que os links anônimos ficaram disponíveis se estendeu de 16 de julho a 24 de outubro de 2021, sendo que não se observou diferenças significativas em relação a atributos básicos (gênero, idade, etc.) dos respondentes que participaram nos dois primeiros meses do período mencionado em comparação àqueles que responderam nos dois meses finais do período em questão.

Vale notar que, antes de se proceder às regressões propriamente ditas, para as variáveis numéricas contínuas ou discretas (e.g., *Número de funcionários*, *Receitas da empresa*, *Valor total alocado em investimentos de impacto*, etc.) adotou-se a seguinte convenção: dados os intervalos não regulares definidos e/ou adotados (conforme mencionado na seção que tratou do processo de construção do *survey online*) nas alternativas apresentadas aos respondentes, assumiu-se que a variável toma o valor médio de cada intervalo (Gomez-Mejia, 1984). Por exemplo, no caso da variável *Número de funcionários*, para o intervalo entre as duas primeiras alternativas (i.e., “Até 10 funcionários” e “Até 20 funcionários”) adotou-se o valor de 15 funcionários (i.e., $(10 + 20) / 2 = 15$) e assim sucessivamente.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	N
(1) Valor total alocado em investimentos de impacto (milhões de R\$)	15,94	24,5	0,01	55	123
(2) Riqueza Socioemocional (SEW)	34,56	6,1	16	45	130
(3) SEW: Componente Proeminência da Família	11,09	2,33	4	15	130
(4) SEW: Componente Continuidade da Família	11,74	2,69	4	15	130
(5) SEW: Componente Enriquecimento da Família	11,72	2,36	3	15	130
(6) Número de integrantes da família que participam/influenciam nas decisões estratégicas de investimento	5,72	7,28	1	30,5	128
(7) Receitas (bilhões de R\$)	0,75	0,81	0	1,65	111
(8) CEO é integrante da família	0,78	0,42	0	1	122
(9) Sabe o ano de fundação da empresa	0,96	0,19	0	1	124
(10) Geração atualmente responsável pela gestão da empresa	1,8	0,96	1	4	122
(11) Número de empregados (milhares)	1,16	1,33	0	2,75	120
(12) % Participação da família no capital da empresa	76,3	19,34	15	87,5	117
(13) Importância atribuída à avaliação de impacto	4,5	0,72	1	5	70
(14) Investimento direto	0,28	0,45	0	1	70
(15) Investimento pessoal	0,39	0,49	0	1	70

(16) Investimento por meio de fundação	0,09	0,29	0	1	70
(17) Investimento por meio de fundo de investimento de impacto	0,33	0,48	0	1	70
(18) Investimento com recursos diretamente no negócio	0,52	0,5	0	1	70
(19) Impacto ambiental	0,22	0,42	0	1	70
(20) Impacto social	0,19	0,39	0	1	70
(21) Retorno mínimo requerido para investimento de impacto	6,89	3,74	0	10	70

Fonte: o autor

No mais, com o intuito de se seguir o mesmo procedimento para todos os níveis da variável, foi necessário criar limites superiores artificiais que fossem maiores do que o último valor apresentado ao respondente. Nas análises principais, convencionou-se utilizar um fator de 10 para se obter esses limites. Por exemplo, no caso do *Número de funcionários*, o maior valor apresentado ao respondente foi “Acima de 500 funcionários.” Assim, dada a convenção adotada, assumiu-se um limite “artificial” de 5.000 funcionários. E, portanto, para os respondentes que marcaram a alternativa “Acima de 500 funcionários” a variável assumiu um valor de 2.750 (i.e., a metade de 5.500).

Em testes de robustez, seguimos o mesmo padrão, mas utilizando um fator de 2 para obter os limites superiores artificiais (em vez de 10). Retomando o exemplo anterior, nessas análises, para todos os respondentes que marcaram a alternativa “Acima de 500 funcionários” a variável assumiu um valor de 750 (i.e., a metade de (500 + 1.000)). Todos os nossos resultados foram obtidos de maneira similar quando esses limites superiores distintos foram utilizados.

A Tabela 2 apresenta algumas estatísticas descritivas relativas às variáveis constantes na base de dados (considerando-se apenas os respondentes válidos e após a aplicação da convenção mencionada anteriormente para as variáveis com escalas formadas por intervalos não regulares), que foram utilizadas para as regressões que compõe esta pesquisa.

Vale chamar atenção para o fato de o tamanho da amostra (N) apresentar valor distinto conforme as diversas variáveis (com valor máximo de 130 e mínimo de 70 observações).

Essa ausência de dados ocorre em função de alguns respondentes (ainda que qualificados, ou seja, apesar de terem chegado e respondido positivamente à questão 33 do questionário) terem abandonado o preenchimento do *survey online* em algum ponto – sem posterior retorno – ou mesmo terem deixado alguma questão sem responder. Esse fato implica em estimadores menos precisos conforme menor for o tamanho de amostra disponível (Wooldridge, 2010).

3.2 Hipótese 1

A Tabela 3 apresenta os resultados referentes à Hipótese 1, que é aquela *baseline* do presente estudo. Conforme se pode ver na coluna (1), encontrou-se confirmação de relação significativa e positiva ($p < 0,05$) entre um maior nível de *SEW* – variável exploratória de maior interesse neste trabalho – e o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias. Logo, esse resultado indica que a Hipótese 1 é suportada pela análise empírica.

Tabela 3 - Regressões relativas à Hipótese 1

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
	Valor total alocado em investi- mentos de impacto	Valor total alocado em investi- mentos de impacto	Tem recursos alocados em investimento de impacto	Tem recursos alocados em in- vestimento de impacto
	OLS	OLS	OLS	Logit
SEW	0.548* (0.226)	- -	- -	- -
SEW: Dimensão de Proeminência da Família	- -	1.714* (0.726)	0.056* (0.022)	0.270* (0.112)
SEW: Dimensão de Continuidade da Família	- -	-0.636 (0.778)	-0.033 (0.028)	-0.144 (0.130)
SEW: Dimensão de Enriquecimento da Família	- -	0.691 (0.769)	0.010 (0.022)	0.031 (0.102)
Número de integrantes da família que partici- pam / influenciam nas decisões estratégicas e de investimentos	1.474*** (0.321)	1.466*** (0.304)	0.010* (0.005)	0.077 (0.047)
Geração atualmente responsável pela gestão da empresa	2.983 (2.755)	3.434 (2.733)	0.004 (0.070)	0.002 (0.357)
Percentual de participação da família no capital da empresa	0.013 (0.068)	0.012 (0.072)	-0.002 (0.002)	-0.010 (0.010)
Número de empregados	4.119 (2.090)	4.039 (2.090)	0.137** (0.051)	0.703* (0.311)
Constante	-33.066** (11.483)	-31.329** (11.576)	0.495 (0.348)	-0.170 (1.664)
Dummies Setor?	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies Mês Survey?	Sim	Sim	Sim	Sim
Número Observações	108	108	113	113

R-Squared (Regular ou Pseudo)	0.454	0.472	0.194	0.1596
-------------------------------	-------	-------	-------	--------

Fonte: o autor

De forma a verificar a robustez do resultado mostrado na coluna (1), e para o entendimento mais aprofundado do seu significado, na coluna (2) fica demonstrada que a dimensão da *SEW*, responsável pela relação significativa e positiva ($p < 0,05$) com o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias, é aquela de *Proeminência da Família (Family Prominence)*.

Para as outras duas dimensões da *SEW*, de *Continuidade da Família (Family Continuity)* e de *Enriquecimento da Família (Family Enrichment)*, não ficaram demonstrada qualquer relação significativa com o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias.

As duas regressões inicialmente comentadas foram construídas com o uso de uma variável dependente contínua, o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias, ou seja, essas regressões resultaram de uma análise de regressão múltipla quantitativa (WOOLDRIDGE, 2010). Entretanto, da estrutura do *survey online*, temos também a possibilidade de fazer uma exploração qualitativa, a partir da informação sobre famílias empresárias que ainda não alocam recursos em investimentos de impacto, mas declaram a intenção de fazê-lo no futuro.

Logo, na regressão mostrada na coluna (3), vemos o resultado obtido com o uso de uma variável binária ou *dummy* (Wooldridge, 2010), diferenciando entre aquelas famílias que já investem em impacto, daquelas que somente declaram uma intenção de investimento futuro. Como se pode perceber, mantém-se a relação significativa e positiva ($p < 0,05$) entre a *SEW* e o fato de que a família *Tem recursos alocados em investimentos de impacto*, mantendo-se também a dimensão de *Proeminência da Família* como aquela que explica a intenção em questão. Como se pode perceber, o resultado mostrado na coluna (3) serve como verificação de robustez quanto ao resultado obtido na regressão mostrada na coluna (2).

Todas as regressões comentadas até aqui fizeram uso de estimativas de mínimos quadrados ordinários (MQO) ou *OLS*, da sigla em inglês (WOOLDRIDGE, 2010). Entretanto, fazendo uso da mesma variável *dummy* utilizada na regressão mostrada na coluna (3), que confirma que a família *Tem recursos alocados em investimentos de impacto* ou tem a intenção futura em investir, e de forma a aprofundar ainda mais o entendimento sobre a confirmação da Hipótese 1, na coluna (4) mostra-se o resultado para uma regressão *Logit*. Essa regressão, que produz como resposta a probabilidade de já se investir em impacto, novamente confirma a relação significativa e positiva ($p < 0,05$) entre *SEW* e o fato de que a família já *Tem recursos alocados em investimentos de impacto*, mantendo-se uma vez mais a dimensão de *Proeminência da Família* como aquela que explica essa intenção. O resultado mostrado na coluna (4) serve como verificação de robustez em relação ao resultado da regressão reportado na coluna (3).

Vale ressaltar que a variável de controle ligada ao *Número de integrantes da família que participam/influenciam as decisões estratégicas e de investimentos* mostrou relação significativa e positiva em todas as regressões *OLS*, sendo que nas duas primeiras as relações encontradas se mostraram particularmente fortes ($p < 0,001$).

Também importante mencionar que a variável de controle *Número de empregados* mostrou relação significativa e positiva nas regressões que fizeram uso de variável binária ou *dummy* (Wooldridge, 2010), diferenciando entre aquelas famílias que já investem em impacto, daquelas que somente declaram uma intenção de investimento futuro.

3.3 Hipóteses 2a e 2b

A Tabela 4 apresenta os resultados referentes às Hipóteses 2a e 2b deste estudo. Conforme se pode ver na coluna (1), mantém-se demonstrada uma relação significativa e positiva ($p < 0,05$) entre um maior nível de *SEW* e o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias, em linha com aquilo encontrado em relação ao teste da Hipótese 1 (*baseline*) deste estudo.

Ainda conforme se pode verificar na coluna (1), e especificamente com relação à Hipótese 2a, encontrou-se relação significativa e positiva ($p < 0,05$) entre o porte da empresa familiar (representado pela variável *Receitas*)

e o *Valor total alocado em investimentos de impacto*. Logo, esse resultado indica que a Hipótese 2a, além de alinhada com a intuição mais imediata, é suportada pela análise empírica.

Tabela 4 - Regressões relativas às Hipóteses 2a e 2b

Variáveis	(1)	(2)	(3)
	Valor total alocado em investimentos de impacto	Valor total alocado em investimentos de impacto	Valor total alocado em investimentos de impacto
	OLS	OLS	OLS
SEW	0.412* (0.200)	-0.083 (0.160)	2.140** (0.711)
Receitas	18.710* (7.331)	-22.821 (16.171)	15.175 (8.177)
SEW x Receitas	- -	1.087** (0.391)	- -
CEO é integrante da família	-4.797 (9.006)	-1.921 (8.377)	62.261** (23.339)
SEW x CEO é integrante da família	- -	- -	-1.856* (0.727)
Número de integrantes da família que participam / influenciam nas decisões estratégicas e de investimentos	1.395*** (0.354)	1.276*** (0.349)	1.376*** (0.360)
Geração atualmente responsável pela gestão da empresa	0.508 (2.654)	1.020 (2.578)	0.581 (2.588)
Percentual de participação da família no capital da empresa	0.054 (0.080)	0.024 (0.075)	0.032 (0.078)
Número de empregados	-6.125 (4.760)	-3.252 (3.652)	-3.825 (5.180)
Constante	-23.785 (14.659)	-5.452 (12.461)	-84.672*** (24.671)

Dummies Setor?	Sim	Sim	Sim
Dummies Mês Survey?	Sim	Sim	Sim
Número Observações	103	103	103
R-Squared	0.531	0.576	0.552

Nota: Erros-Padrão Robustos (OLS) entre parênteses: * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$.

Fonte: o autor

Já com relação à Hipótese 2b, não foi encontrada relação significativa, nem tampouco positiva, entre a presença de um CEO integrante da família e o valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto. Ou seja, a priori, a Hipótese 2b não se mostrou suportada pela análise dos dados.

Buscando analisar a robustez do resultado encontrado em relação à Hipótese (2a), decidiu-se pelo uso de variável de interação, relacionando-se *SEW* e *Receitas*. Na coluna (2) é possível verificar que, agora, não mais se verifica relação significativa entre *SEW* e o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias, bem como não mais se confirma a Hipótese 2a, que relaciona o porte da empresa familiar (representado pela variável *Receitas*) e o *Valor total alocado em investimentos de impacto*. Entretanto, no tocante à variável de interação em si, entre *SEW* e *Receitas*, encontrou-se relação significativa e positiva ($p < 0,01$).

Voltando ao resultado não confirmatório relativo à Hipótese 2b, optou-se por um teste adicional, agora fazendo uso de uma variável de interação entre *SEW* e *CEO é integrante da família*. Como se pode verificar na coluna (3), encontrou-se agora confirmação de relação significativa e positiva ($p < 0,01$) entre um maior nível de *SEW* e o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias. Vale enfatizar que a relação significativa e positiva, obtida com o uso da variável de interação, mostra-se aquela mais forte (2,140, com $p < 0,01$) dentre todos os resultados relacionados às Hipóteses 2a e 2b.

O uso da variável de interação entre *SEW* e *CEO é integrante da família* tornou significativa e positiva ($p < 0,01$) a relação entre a presença de um CEO integrante da família e o valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto. Vale enfatizar que neste caso se obteve um coeficiente elevado (62,261) em comparação a todos os demais encontrados nas regressões executadas até aqui.

Por outro lado, o uso da variável de interação entre *SEW* e *CEO é integrante da família*, tornou não significativa a relação explorada na Hipótese 2a, entre o porte da empresa familiar, representado por *Receitas*, e o valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto.

Além disso, ainda com relação ao uso da variável de interação entre *SEW* e *CEO é integrante da família*, é preciso notar que o coeficiente dessa variável é negativo, ou seja, ter um CEO que é parte integrante da família reduz a relação entre *SEW* e o *Valor total alocado em investimentos de impacto* pelas famílias empresárias. De outra forma, o *Valor total alocado em investimentos de impacto* quando o *CEO é integrante da família* é menor do que quando o CEO não é integrante da família.

Por fim, vale mencionar que a variável ligada ao *Número de integrantes da família que participam/influenciam as decisões estratégicas e de investimentos* mostrou relação significativa e positiva ($p < 0,001$) em todas as regressões ligadas às Hipóteses 2a e 2b, da mesma forma como havia sido encontrado nas regressões ligadas à Hipótese 1.

3.4 Hipótese 3

A Tabela 5 apresenta os resultados referentes à Hipótese 3 deste estudo. Conforme mostrado na coluna (1), e diferentemente dos resultados encontrados para as hipóteses testadas anteriormente, não se encontrou relação significativa entre um maior nível de *SEW* e o *Valor total alocado em investimentos de impacto*. Logo, esse resultado indica que a Hipótese 3, a priori, não se mostra suportada pela análise dos dados.

Esse resultado não confirmatório em relação à Hipótese 3 pode ser atribuído à diminuição no número de observações que permitiram seu teste (57), conforme pode ser visto no rodapé da Tabela 5, ao passo que nas

hipóteses comentadas anteriormente tem-se praticamente o dobro de observações (108 e 113) para a Hipótese 1, e 103, para a Hipótese 2 (conforme pode ser encontrado nos rodapés das Tabelas 3 e 4 respectivamente).

De forma a buscar-se um maior entendimento sobre o resultado discrepante mostrado na coluna (1), optou-se por explorar a interação entre a *SEW*, variável exploratória de maior interesse neste trabalho, e a *Importância atribuída à avaliação de impacto*, variável em foco na Hipótese 3. Conforme pode ser visto na coluna (2), apesar da interação entre variáveis, essa não tornou significativa a relação entre *SEW* e o *Valor total alocado em investimentos de impacto*.

Tabela 5 - Regressões relativas à Hipótese 3

Variáveis	(1)	(2)
	Valor total alocado em investimentos de impacto	Valor total alocado em investimentos de impacto
	OLS	OLS
SEW	0.572 (0.417)	6.413 (4.705)
Importância atribuída à avaliação de impacto	-5.011 (3.957)	36.741 (33.141)
SEW x Importância atribuída à avaliação de impacto	- -	-1.244 (1.000)
Número de integrantes da família que participam/ influenciam nas decisões estratégicas e de investimentos	1.456*** (0.398)	1.496*** (0.359)
Geração atualmente responsável pela gestão da empresa	4.225 (4.484)	4.544 (4.488)
Percentual de participação da família no capital da empresa	0.036 (0.150)	0.023 (0.150)
Número de empregados	3.494 (3.541)	1.752 (3.734)
Constante	-17.112 (23.597)	-214.545 (156.689)
Dummies Setor?	-	-

Dummies Mês Survey?	-	-
Número Observações	57	57
R-Squared	0.514	0.528

Nota: Erros-Padrão Robustos (OLS) entre parênteses: * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$.

Fonte: o autor

Por fim, e em conformidade com os resultados para as Hipóteses 1, 2a e 2b, novamente aqui a variável ligada ao *Número de integrantes da família que participam/influenciam as decisões estratégicas e de investimentos* mostrou forte relação significativa e positiva ($p < 0,001$) nos resultados de ambas as regressões na Tabela 5.

4 DISCUSSÃO

Por um lado, o propósito desse estudo é motivado devido à empresa familiar representar a forma prevalente de organização econômica em todo o mundo (Schulze & Gedajlovic, 2010). As famílias empresárias são motivadas e comprometidas com a manutenção de sua riqueza socioemocional (*SEW*), que se refere a aspectos não financeiros e mais ligados ao legado ou patrimônio afetivo da empresa (Berrone et al., 2012). A *SEW* reflete motivações e metas dos líderes da família empresária, estando na origem de uma mais pronunciada orientação de longo prazo, bem como influenciando as escolhas estratégicas e ações da empresa (Debicki et al., 2017).

Conforme demonstrado pelos resultados associados à Hipótese 1 (Tabela 3), a busca pela acumulação e/ou manutenção da *SEW* (Berrone et al., 2012; Jiang et al., 2018), que influencia nas escolhas estratégicas e ações da empresa e da família empresária (Debicki et al., 2017; Sobczak, 2017), leva a maiores valores alocados em investimentos de impacto.

Além disso, a dimensão da *SEW* que leva famílias empresárias a alocar recursos em investimentos de impacto é aquela da Proeminência da Família (*Family Prominence*), que está ligada à construção e manutenção da imagem da empresa e da família empresária. Essa dimensão se conecta ao modo como o público enxerga a família devido ao fato de operarem um negócio, bem como devido à maneira como a família se apresenta à sociedade através do negócio (Berrone et al., 2012; Debicki et al., 2016).

Também como demonstrado pelos resultados ligados à Hipótese 1 (e reforçado pelos resultados ligados às Hipóteses 2a, 2b e 3, como discutiremos mais à frente), quão maior o número de integrantes da família empresária envolvidos nas decisões estratégicas e de investimentos, maior a probabilidade, bem como o valor, alocado pela família em investimentos de impacto. Esse fato encontra respaldo na literatura, já que conselhos de administração com maior número de integrantes influenciam a qualidade das decisões estratégicas das empresas, sendo esse efeito mais saliente em empresas familiares (Chang et al., 2014). Além disso, a literatura também documenta que quão maior for o número de integrantes no conselho de administração de empresas familiares, maior tende a ser a presença de decisões ligadas à implementação de questões relacionadas à responsabilidade social corporativa e a temas ambientais (Biswas et al., 2019; Graafland, 2020).

A natureza heterogênea das empresas familiares e famílias empresárias (Gaska, 2018), bem como a consequente heterogeneidade em suas prioridades e preferências como investidores (Geobey & Callahan, 2017), influencia a alocação de recursos em geral. O aspecto mais imediato onde se pode perceber a heterogeneidade das empresas familiares/famílias empresárias diz respeito ao porte das empresas (Schulze & Kellermanns, 2015) e, conforme demonstrado pelos resultados ligados à Hipótese 2a (Tabela 4), e de forma alinhada à intuição mais imediata, um maior porte no caso de empresas familiares (avaliadas em termos de receitas) se relaciona positivamente com a alocação de recursos em investimentos de impacto, em linha com uma consequente maior capacidade na acumulação/preservação da *SEW* (Berrone et al., 2010).

Ainda com relação à heterogeneidade na categoria das empresas familiares e famílias empresárias, a *SEW* ajuda a explicar uma grande variedade de decisões estratégicas nesse tipo de organização, que passa por temas como aquisições, investimentos e desinvestimentos, diversificação, inovação, pesquisa e desenvolvimento, remuneração e lucratividade, dentre outras, além de influenciar as visões relativas ao amplo tema da

responsabilidade social corporativa, passando naturalmente pelas questões de desempenho ambiental e da participação em atividades filantrópicas (Jiang et al., 2020).

Existe ainda uma situação específica que ajuda a explicar as decisões estratégicas adotadas na condução do negócio. Tal situação diz respeito à circunstância particular em que o CEO é membro integrante da família. Um executivo com tal característica tem participação destacada nas escolhas e decisões estratégicas da empresa (Matsuo, 2022).

Apesar dessa influência destacada de um CEO integrante da família nas escolhas e decisões estratégicas da empresa, conforme apontado na literatura, não se confirmou a Hipótese 2b, de que a presença de um CEO com essa característica aumentaria o valor aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto. E ainda, a partir do uso da combinação entre variáveis, encontrou-se sim ligação entre o fato do CEO ser integrante da família e o valor total alocado em investimentos de impacto, porém o coeficiente ligado à essa combinação de variáveis trouxe sinal negativo, indicando que um CEO integrante da família efetivamente reduz a correlação entre *SEW* e valor total alocado em investimentos de impacto.

Logo, esse resultado contra intuitivo, desalinhado com aquilo representado através da Hipótese 2b, que por sua vez decorre da literatura, é ponto que merece explorações futuras, para um melhor entendimento sobre a efetiva relação entre *SEW*, o fato de o CEO ser integrante da família e o valor total alocado em investimentos de impacto.

No tocante à rentabilidade dos investimentos de impacto e a preferências de investidores em geral, existe todo um contínuo de combinações entre essas duas variáveis, partindo de um extremo — onde é priorizado o lucro em relação ao impacto (*profit first*) — e chegando até o extremo oposto — onde é priorizado o impacto e, subsidiariamente, o lucro (*impact first*) (Tekula & Andersen, 2019). A questão da decisão da família empresária, quanto ao impacto esperado de um dado investimento de impacto, e à luz do *trade off* de prazo para o retorno econômico, remete para a questão da mensuração de impacto (Choda & Teladia, 2018). Contudo, a efetiva mensuração do impacto de um investimento ou projeto muitas vezes só se torna possível após um alongado período, em função do processo de maturação até que se atinja a mudança esperada, sendo esse processo e, consequentemente, o prazo envolvido, distinto caso a caso.

Entretanto, conforme demonstrado pelos resultados ligados à Hipótese 3 (Tabela 5), não foi encontrada qualquer relação significativa entre a Importância atribuída à avaliação de impacto e o valor total alocado em investimentos de impacto pelas empresas familiares/famílias empresárias. O resultado contra intuitivo encontrado inspira explorações futuras, para um melhor entendimento sobre a questão. Um ponto inicial a explorar está ligado ao tamanho da amostra, uma vez que — no caso deste estudo — o número de respondentes válidos foi diminuindo conforme se avançava nas várias questões do *survey online*, especialmente no último bloco do questionário.

CONCLUSÃO

O presente estudo foi conduzido com o objetivo de identificar os determinantes das famílias empresárias/empresas familiares que afetam a decisão quanto à alocação de recursos em investimentos de impacto.

Tal objetivo derivou do fato de, por um lado, ainda haver *gaps* em relação a diversos aspectos relativos à classe de ativos representada pelos investimentos de impacto, que vêm crescendo de forma expressiva (Agrawal & Hockerts, 2019a). Por outro lado, este estudo se deveu à empresa familiar ser a forma prevalente de organização econômica (Schulze & Gedajlovic, 2010) no cenário econômico global (La-Porta et al., 1999). Destaca-se que várias dessas empresas familiares são de grande porte e estão envolvidas em operações em mercados internacionais, razão pela qual os resultados dessas pesquisas podem ser aproveitados em contextos variados fora do Brasil.

Conectando esses dois fatores, existe o fato de as famílias empresárias estarem recorrentemente presentes no cenário dos investimentos de impacto socioambiental (Bass & Dithrich, 2020; Cruz et al., 2021; Lazzarini et al., 2019; Mudaliar et al., 2018; Mudaliar & Dithrich, 2019).

Os resultados encontrados suportaram a hipótese principal do trabalho, de haver relação positiva entre o nível da riqueza socioemocional (*SEW*) e o valor aplicado em investimentos de impacto por famílias empresárias. Além disso, os resultados permitiram identificar que, a dimensão da *SEW* levando famílias empresárias a alocar recursos em investimentos de impacto é aquela da Proeminência da Família (*Family Prominence*), que está ligada à construção e manutenção da imagem da empresa e da família empresária.

Adicionalmente, foi identificado que um maior número de integrantes da família empresária, envolvidos nas decisões estratégicas e de investimentos, leva a uma maior probabilidade de alocação de recursos e valores em investimentos de impacto pela família.

Os resultados também suportaram a hipótese de relação positiva entre o porte da empresa familiar e o valor total aplicado por famílias empresárias em investimentos de impacto. Por outro lado, encontrou-se que a presença de um CEO que seja integrante da família tende a reduzir o valor alocado em investimentos de impacto. Não foi encontrada qualquer relação significativa entre a Importância atribuída à avaliação de impacto e o valor total alocado em investimentos de impacto pelas empresas familiares/famílias empresárias.

Quanto a sugestões para futuras pesquisas, algumas possibilidades podem ser elencadas. Primeiro, explorar as questões ligadas aos investimentos de impacto no que se refere aos *family offices*, estruturas de gestão de patrimônio das famílias ou indivíduos aos quais se costuma referir como *high-net-worth-individuals (HNWIs)* ou *ultra-high-net-worth-individuals (UHNWIs)* (Welch & McIntyre, 2015). O conhecimento acadêmico sobre esse tipo de forma organizacional é reconhecidamente bastante restrito (Bierl & Kammerlander, 2019), sendo que essas estruturas estão naturalmente ligadas aos investimentos de impacto, uma vez serem as famílias empresárias que as originaram recorrentemente associadas aos investimentos de impacto na literatura (Bass & Dithrich, 2020; Criz et al., 2021; Lazzarini et al., 2019; Mudaliar et al., 2018; Mudaliar & Dithrich, 2019). Será que tipos distintos de *family offices* (por exemplo, *single family offices* em comparação com *professional family offices*) desestimulam ou exacerbam o direcionamento de recursos para investimentos de impacto? De outra forma, será que a proximidade da família e seus integrantes com a gestão do seu patrimônio influencia a alocação de recursos em investimentos de impacto?

Valeria explorar as questões ligadas aos investimentos de impacto à luz de distintas tipologias de famílias empresárias, por exemplo conforme apresentado por Cruz et al. (2021) e Nason et al. (2019). Desenvolver *frameworks* que possibilitem entender como se desenvolvem seus processos decisórios internos relativos à alocação de recursos em investimentos de impacto representaria avanço do conhecimento.

Entender se o grau de empreendedorismo transgeracional (*transgenerational entrepreneurship*) apresentado pela família empresária (Bierl & Kammerlander, 2019) – de forma isolada ou em conjunção com seu estoque de acúmulo adicional da riqueza socioemocional (*SEW*) – influencia a alocação de recursos em investimentos de impacto. Será que a composição desses dois fatores traz explicação para o posicionamento da família empresária ao longo do espectro de investimentos (*profit first versus impact first*)?

REFERENCIAL

- Agrawal, A. & Hockerts, K. (2019a). Impact investing: review and research agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, p. 1-29.
- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2019b). Impact investing strategy: Managing conflicts between impact investor and investee social enterprise. *Sustainability*, 11(15), 4117.
- Barber, B. M., Morse, A. & Yasuda, A. (2019). *Impact investing*. National Bureau of Economic Research.
- Bass, R., & Dithrich, H. (2020). The State of Impact Measurement and Management Practice. *Global Impact Investing Network (GIIN)*.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larrazza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less?. *Administrative science quarterly*, 55(1), 82-113.
- Bettinelli, C., Fayolle, A., & Randerson, K. (2014). Family entrepreneurship: a developing field. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 10(3), 161-236.
- Biasin, M., Cerqueti, R., Giacomini, E., Marinelli, N., Quaranta, A. G., & Riccetti, L. (2019). Macro asset allocation with social impact investments. *Sustainability*, 11(11), 3140.
- Bierl, P., & Kammerlander, N. H. (2019). Family equity as a transgenerational mechanism for entrepreneurial families. *Journal of Family Business Management*, (ahead-of-print).
- Biernacki, P., & Waldorf, D. (1981). Snowball sampling: Problems and techniques of chain referral sampling. *Sociological methods & research*, 10(2), 141-163.
- Biswas, P. K., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2019). The impact of family vs non-family governance contingencies on CSR reporting in Bangladesh. *Management Decision*, 57(10), 2758-2781.

- Boyd, B. K., & Solarino, A. M. (2016). Ownership of corporations: A review, synthesis, and research agenda. *Journal of Management*, 42(5), 1282-1314.
- Browne, K. (2005). Snowball sampling: using social networks to research non-heterosexual women. *International journal of social research methodology*, 8(1), 47-60.
- Brulhart, F., Gherra, S., & Quelin, B. V. (2019). Do stakeholder orientation and environmental proactivity impact firm profitability?. *Journal of Business Ethics*, 158, 25-46.
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). *Impact investing: Transforming how we make money while making a difference*. John Wiley & Sons. (6)3, p. 9-18.
- Chang, Y. C., Kao, M. S., & Kuo, A. (2014). The influences of governance quality on equity-based entry mode choice: The strengthening role of family control. *International Business Review*, 23(5), 1008-1020.
- Bruce, K., Khan, M., Vandelanotte, J., Mannino, C. A., MacPherson, N., & Dickman, J. (2014). Reshaping development evaluation: Meeting the challenges of a changing context. *African Evaluation Journal*, 2(1), 6.
- Chyung, S. Y., Roberts, K., Swanson, I., & Hankinson, A. (2017). Evidence-based survey design: The use of a midpoint on the Likert scale. *Performance Improvement*, 56(10), 15-23.
- Congdon, W. J., Kling, J. R., Ludwig, J., & Mullainathan, S. (2017). Social policy: Mechanism experiments and policy evaluations. In *Handbook of economic field experiments* (Vol. 2, pp. 389-426). North-Holland.
- Creswell, J. W. (2010) *Research design: qualitative, quantitative and mixed methods*. Porto Alegre: Artmed.
- Cruz, C., Justo, R., & Roche, J. (2021). Engaging in a new field: business-owning families' differential approach to impact investing. *European Journal of Family Business*, 11(1), 21-32.
- Debicki, B. J., Van de Graaff Randolph, R., & Sobczak, M. (2017). Socioemotional wealth and family firm performance: a stakeholder approach. *Journal of Managerial Issues*, 82-111.
- Emerson, J. (2003). The blended value proposition: Integrating social and financial returns. *California management review*, 45(4), 35-51.
- Etikan, I., Alkassim, R., & Abubakar, S. (2016). Comparison of snowball sampling and sequential sampling technique. *Biometrics and Biostatistics International Journal*, 3(1), 55.
- Gaska, M. (2018). *The Family Office: An Agency View on a Secretive Organization* (Doctoral dissertation, Universität St. Gallen).
- Gentry, R., Dibrell, C., & Kim, J. (2016). Long-term orientation in publicly traded family businesses: Evidence of a dominant logic. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(4), 733-757.
- Geobey, S. E. A. N., & Callahan, J. E. N. N. I. F. E. R. (2017). Managing impact portfolios: A conceptual view of scale. *ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives*, 6(4), 17-36.
- Gomez-Mejia, L. R. (1984). Effect of occupation on task related, contextual and job involvement orientation: A cross-cultural perspective. *Academy of Management Journal*, 27(4), 706-720.
- Graafland, J. (2020). Family business ownership and cleaner production: Moderation by company size and family management. *Journal of Cleaner Production*, (255)1.
- Hart, S. L., & Milstein, M. B. (2003). Creating sustainable value. *Academy of Management Perspectives*, 17(2), 56-67.
- Hochheimer, C. J., Sabo, R. T., Perera, R. A., Mukhopadhyay, N., & Krist, A. H. (2019). Identifying attrition phases in survey data: applicability and assessment study. *Journal of medical Internet research*, 21(8), e12811.
- Jiang, D. S., Kellermanns, F. W., Munyon, T. P., & Morris, M. L. (2018). More than meets the eye: A review and future directions for the social psychology of socioemotional wealth. *Family Business Review*, 31(1), 125-157.
- Kalkbrenner, M. T. (2021). A practical guide to instrument development and score validation in the social sciences: The MEASURE Approach. *Practical Assessment, Research, and Evaluation*, 26(1), 1.
- Karam, P. B. S., Machado, C. A. P., & Abib, G. (2019). Conflicts in boards of family firms: A theoretical framework for strategic decision-making. *Revista de Administração Contemporânea*, 23, 703-720.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Lazzarini, S. G.; Rotondaro, A.; Cabral, S.; Pongeluppe, L.; Schmithausen, E.; Pereira, T. C.; Beckmann, T. K. G.; Oshima, F. H. I.; Cruz, G. S. L.; Reis, B. S. & Lima, F. L. (2019) *Contracting for Socio-Environmental Outcomes throughout the World: Database*. Insper Metricis, São Paulo.
- Lin, N. (2017). Building a network theory of social capital. *Social capital*, p.3-28.

- Liu, M., & Wronski, L. (2018). Trap questions in online surveys: Results from three web survey experiments. *International Journal of Market Research*, 60(1), 32-49.
- Martins, J. G. F., Leone, R. J. G., & Guerra, N. M. D. C. P. (2016). Proposta de método para classificação do porte das empresas. *Connexio*, 6(1), 139-155.
- Matsuo, K. (2022). When a dominant CEO hinders exploration in a firm: A longitudinal case study from Japan. *Journal of Business Research*, (140)1, 143-154.
- Melo, C., & Cabral, S. (2020). Pandemics and communication: an experimental assessment. *Revista de Administração Pública*, 54, 735-757.
- Migliori, S., De Massis, A., Maturo, F., & Paolone, F. (2020). How does family management affect innovation investment propensity? The key role of innovation impulses. *Journal of Business Research*, (113)1, 243-256.
- Mudaliar, A., Bass, R. & Dithrich, H (2018). Annual Impact Investor Survey 2018. *Global Impact Investing Network (GIIN)*.
- Mudaliar, A. & Dithrich, H. (2019). Sizing the impact investing market. *Global Impact Investing Network (GIIN)*.
- Nason, R., Mazzelli, A., & Carney, M. (2019). The ties that unbind: Socialization and business-owning family reference point shift. *Academy of Management Review*, 44(4), 846-870.
- Parente, T. C. (2018). *Decision Effectiveness in Family Business Boards: a configurational approach*. (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Pearson, A. W., Carr, J. C., & Shaw, J. C. (2008). Toward a theory of familiness: A social capital perspective. *Entrepreneurship theory and practice*, 32(6), 949-969.
- Prahalad, C. K. & Hart, S. L. (2002) The fortune at the bottom of the pyramid. *Strategy + Business*, (26)1, p. 2-14.
- Ramadani, V., & Hoy, F. (2015). Context and uniqueness of family businesses. *Family businesses in transition economies: Management, succession and internationalization*, Springer, 9-37.
- Rivo-López, E., Villanueva-Villar, M., Vaquero-García, A., & Lago-Peñas, S. (2017). Family offices. *Organizational Dynamics*, 4(46), 262-270.
- Rodrigues, J., & Marques, M. A. (2016). Órgãos de governo da família empresária. Governing bodies of family business. Working Paper.
- Sauermann, H., & Roach, M. (2013). Increasing web survey response rates in innovation research: An experimental study of static and dynamic contact design features. *Research Policy*, 42(1), 273-286.
- Schulze, W. (2016). Socio-emotional wealth and family: revisiting the connection. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*. (14)3.
- Schulze, W. S., & Gedajlovic, E. R. (2010). Whither family business? *Journal of Management Studies*, 47(2), 191-204.
- Serrano, C. C., Habbershon, T. G., Nordqvist, M., Salvato, C., & Zellweger, T. (2006). A conceptual model of transgenerational entrepreneurship in family-influenced firms. *HEC Family Business*, 1, 1-22.
- Suess-Reyes, J. (2017). Understanding the transgenerational orientation of family businesses: the role of family governance and business family identity. *Journal of Business Economics*, (87)1, 749-777.
- Tekula, R., & Andersen, K. (2019). The role of government, nonprofit, and private facilitation of the impact investing marketplace. *Public Performance & Management Review*, 42(1), 142-161.
- Welch, S., & McIntyre, J. (2015). A Multi-Family Office (MFO) 'Investment Manifesto'. *The Journal of Wealth Management*, 17(4), 9-20.
- Woodridge, J., (2010). *Econometria: uma abordagem moderna*. 4. ed Cenage Learning.