

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARINA AMADO BAHIA GAMA

O EFEITO DA ESTRUTURA NA PERFORMANCE DOS GRUPOS
EMPRESARIAIS

SÃO PAULO

2017

MARINA AMADO BAHIA GAMA

**O EFEITO DA ESTRUTURA NA PERFORMANCE DOS GRUPOS
EMPRESARIAIS**

Tese apresentada à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getulio Vargas, como requisito para
obtenção do título de Doutor em Administração
de Empresas.

Campo de conhecimento:
Estratégia Empresarial

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Bandeira de Mello

SÃO PAULO

2017

Gama, Marina Amado Bahia.

O efeito da estrutura na performance dos grupos empresariais / Marina Amado Bahia Gama. - 2017.

95 f.

Orientador: Rodrigo Bandeira-de-Mello

Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Administração de empresas. 2. Planejamento estratégico. 3. Empresas – desempenho. I. Bandeira-de-Mello, Rodrigo, 1973-. II. Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.012.2

MARINA AMADO BAHIA GAMA

**O EFEITO DA ESTRUTURA NA PERFORMANCE DOS GRUPOS
EMPRESARIAIS**

Tese apresentada à Escola de Administração de
Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio
Vargas, como requisito para obtenção do título de
Doutor em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento:
Estratégia

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Bandeira de Mello

Data de Aprovação: 16/10/2017

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Rodrigo Bandeira de Mello
FGV-EAESP

Prof. Dr. Aldo Musacchio
Brandeis University

Profa. Dra. Rosilene Marcon
Univali

Prof. Dr. Paulo Roberto Arvate
FGV-EAESP

“Together we stand, divided we fall”
(Pink Floyd, 1979 – The Wall)

AGRADECIMENTOS

Tentei escrever esta parte da tese inúmeras vezes, mas, a cada recomeço, recomeçava o choro. Eu choro por dois motivos: alívio de ter concluído esse documento e certamente devido aos hormônios da gravidez, que, segundo meu Orientador, são complicados nessa fase da vida. “São os hormônios, Marina!”

A sensação por ter concluído este trabalho, ao mesmo tempo que me deixa leve me faz lembrar uma série de momentos e histórias que vivi nesses seis anos; sim, pois emendei o mestrado no doutorado, dentro da FGV-EAESP e com o meu querido orientador Rodrigo. Mas vamos aos agradecimentos e com eles algumas histórias. Sou eternamente grata ao Rodrigo, meu orientador, a quem devo, certamente, grande parte do que aprendi no doutorado (e mestrado, claro). Quando entrei na FGV e fechei a orientação com ele, ouvi de muita gente: “você é maluca? Ele é muito exigente”, mas eu não poderia ter escolhido melhor orientador. Poder ir a uma reunião sobre a tese ou sobre os outros 99 assuntos que trato com Rodrigo, e sair da reunião bastante atordoada e sabendo que a ficha de tudo que ele tinha falado só iria cair dali a quatro dias, não tem preço. E não tem mesmo, pois é muito bom ser orientada por uma figura que você admira e tem como um exemplo a seguir. Além de orientador da tese você foi meu orientador de carreira, de decisões sobre trabalhos, doutorado sanduíche, e me aconselhou até sobre meu filho, que ainda não nasceu. Bom, só tenho a agradecer a sua atenção, a sua exigência, o seu apoio quanto à bolsa sanduíche, aos *papers*, ao trabalho, sem isso não estaria me sentindo segura para entregar este documento. Obrigada, te admiro muito.

Agradeço também à Professora Rosi Marcon; sim, sim, ao longo do doutorado foi minha mãe acadêmica. Me ajudou a ver a necessidade de apoiar os colegas, me deu broncas que eu não esperava levar, me apoiou na decisão de ir para o sanduíche, na decisão de tentar ser professora da FGV-EAESP, até no fato de eu estar grávida. Houve um dia, eu estava em Champaign, apreensiva com a tese, carreira, *papers*, e você me mandou aquelas suas mensagens de WhatsApp: “Oi tudo bem aí?” Eu estava sozinha e pensei: “não vou falar que está tudo bem se não é verdade, vou falar a verdade, pois está difícil de me segurar aqui”, e foi então que ela virou a mãe acadêmica, me apoiou, me empurrou para a frente, me mostrou que dava, e que estava tudo bem! Obrigada Profa.!!!

Ao professor Paulo Arvate que sempre me ajudou com sua expertise de Estatística, com feedbacks da tese e de artigos. Muito obrigada! À Profa. Maria Tereza, que apesar de não ser minha orientadora foi muito importante em todo o processo de doutorado, me apoiou na decisão de sanduíche sem bolsa, no centro de pesquisa, na minha tese e, principalmente, em New Orleans, quando fui procurá-la, pois estava preocupada e angustiada com o fato do Rodrigo ir morar nos Estados Unidos, e ela pegou na minha mão e disse: “não se preocupe, o Rodrigo não vai te largar, mas se tudo der errado, eu assino a tua orientação”. Naquela hora, isso foi o maior alívio que eu poderia sentir. Sou imensamente grata por tudo, professora. Obrigada! A todos os professores da linha que me acompanharam nesse processo: Tales, Bulgacov, Carneiro. Ao professor Aldo Musacchio, por ter aceito participar da banca e contribuir para o meu trabalho. Ao professor Rafael Alcadiapani, como não agradecer a ele? Obrigada, professor, por acreditar no meu trabalho (vou sempre falar isso!!), e por me incentivar a

seguir o caminho da pesquisa séria; admiro seu excepcional trabalho e procuro me guiar por ele. Obrigada, imensamente!

Ao meu amigo Jeferson Lana (Djeff), do qual depois do segundo ano de doutorado consegui me aproximar, daí conheci a Gabi e fui ao casamento de vocês em Brusque. Depois disso nos tornamos parceiros de trabalho, de carreira, de viagem, de conferências e confidências! Temos um longo caminho pela frente, meu grande amigo, e espero que nossa parceria só aumente. Obrigada pelo apoio incondicional, pelas verdades que já me falou, por ter me chamado a atenção em mil coisas, por ser um cara honesto e verdadeiro, e por me ajudar com o carrinho do meu filho na viagem aos EUA.

Obrigada Cyntia Calixto (Cy) por toda a parceria e por toda a amizade. Parceria de trabalho remunerado, não remunerado, para ontem e para o dia seguinte. Agora parceira de aulas, almoços e cafezinhos. Obrigada por me apoiar e por vira e mexe me dizer: “Bah... Mãsssss..... vai dar tempo, você vai terminar e vai dar tudo certo”. Obrigada!!! Muita gratidão.

Juliano Spuldaro, ei Jubs! Chegou a minha vez de te agradecer, depois de seis anos de amizade entre mestrado e doutorado; cheguei ao fim de mais uma etapa, e não podia ser diferente, eu tenho que agradecer sua amizade e seu apoio na minha vida pessoal e profissional. Você é meu Brother loiro de Joá, você me fez ver nos meus dados algo que prestasse, depois de uma longa e intensa apresentação da tese na UIUC. Me lembro certinho do dia que falávamos por *hangout* e você disse: “Mas olhe, você tem dados bons Má, lógico que faz todo sentido com estrutura.” Obrigada pelos almoços, cafês, biblios e brejas.

Aos meus colegas da FGV-EAESP - foram diversos que passaram nesses quatro anos e não vou me lembrar de todos; mas obrigada Lu Iwashita, Elias Junior, Carlos Caldeira, David Kallás (viva, tô acabando, David), Renata Carioca, Lilian Pereira, Gi Walsack, André Silva (parceiro de FGV que conheci há pouco tempo mas já adorei!!), Ro, Lore, Marcinha, Salu!! (Marcus Salusse – valeu a parceria, meu amigo Japa), André Pruner, Lele (Leandro Andrade), Cris Moura e Paula Tanure (Paulitcha), e minhas colegas da Univali, a Gi e a Fran.

Aos meus amigos de 2016 que tive o prazer de conhecer em Champaign: Amanda P de Souza (Amandoca), que virou minha amiga para todas as horas. Ao Vitor Nogami (Vitão), meu grande amigo de Main Library, que me deu a oportunidade de conhecer melhor a cidade, de ter um companheiro de estudos, ideias e brejas. My colleagues Eva, Carla, Minjae, Ishva and Xiaohui, thank you very much for all your support. Thanks also to my professors in UIUC: Heitor Almeida, Joseph T. Mahoney, Joseph A. Clougherty and Mario Schijven.

À minha família linda que me entende e me deixa estudar por semanas a fio sem que eu precise responder um WhatsApp. Obrigada, Pai e Mãe, por terem sempre me apoiado a mudar de carreira e migrar para a academia, por me incentivarem a ir para fora, mesmo sabendo que o dólar batia os R\$ 4,16 na data que eu embarquei. Obrigada, Nanda, Quel e Ju, hermanas que me apoiam sempre, e ai de alguém que se atreva a fazer algo de ruim para mim! Né?!

Enfim, obrigada ao Igor (B), a quem dedico todo esse trabalho. Obrigada, maridão, por todo o apoio desde o dia que vim da Aastra Telecom para casa dizendo: “B, passei na entrevista da FGV-EASP e vou sair do emprego”. Até o dia que eu falei: “B, amo o que faço, vou para o doutorado”, e depois: “B, vou para o sanduíche sem bolsa mesmo, temos a grana na poupança, vem comigo?” E para fechar: “B, preciso terminar a tese antes de nosso filho nascer, vou trabalhar muitos finais de semana e as

férias de julho para dar conta, tá?”. As respostas sempre foram: “Vamos!”, “Te apoio”, “Foca nos *papers*”, e assim por diante. Ou ainda discussões sobre as conexões políticas, sobre as estruturas dos grupos. Hoje mesmo acordei contando que ontem tinha conseguido verificar o tamanho ao quadrado interagindo com a estrutura... Calma, B, está acabando a tese, mas agora vem o *paper*..., esse é só o começo. Obrigada por tudo!

RESUMO

O tema tratado nesta tese é o efeito da estrutura na performance, ao nível do grupo empresarial. Já existem alguns trabalhos que evidenciam que o tamanho afeta a performance do grupo, e a diversificação afeta essa relação de forma negativa; no entanto, faltam evidências mais detalhadas de como o tamanho e a diversificação, na estrutura complexa do grupo empresarial, afetam a performance ao nível do grupo. Neste sentido, pretende-se contribuir com a perspectiva sobre grupos empresariais utilizando da perspectiva econômica sobre grupos empresariais, e apontar sob que condições de estrutura os grupos empresariais desenvolvem desempenho superior, relacionado tanto ao tamanho como à diversificação dos grupos. Foi utilizada regressão múltipla com dados em painel (2001-2013) e efeito fixo, considerando uma amostra com 127 grupos, com 1.012 observações. A análise empírica sugere que o tamanho dos grupos empresariais afeta positivamente a performance ao nível do grupo. Quando na estrutura existe maior número de firmas afiliadas mais próximas da *holding*, há um efeito positivo na performance, do contrário o efeito tende a ser negativo. Já por meio da interação entre tamanho e estrutura, é possível verificar que, quando na estrutura do grupo empresarial há mais firmas afiliadas mais próximas da *holding*, ela reduz o efeito positivo do tamanho na performance. Por fim, a diversificação por *layer* da estrutura também afeta a performance ao nível do grupo - quando a diversificação está concentrada mais próxima da *holding*, o efeito na performance ao nível do grupo tende a ser positivo, do contrário negativo.

Palavras-Chave: Grupos empresariais, Estrutura, Diversificação, Tamanho.

ABSTRACT

This research deals with the effect of structure on performance at the level of the business group. There are already some studies that show that size affects group performance and diversification affects this relationship negatively. However, there is a lack of more detailed evidence on how size and diversification in the complex structure of the business group affect performance at the group level. In this sense, we intend to contribute with the perspective on business groups using economic perspective and indicate under what conditions of structure business groups develop superior performance related to both size and diversification of groups. The method used was multiple regressions with panel data (2001-2013) and the fixed effect, considering a sample of 127 groups and 1.012 observations. Empirical analysis suggests that the size of business groups positively affects performance at the group level. When there are a greater number of affiliated firms closer to the holding company, there is a positive effect on performance. Otherwise, the effect tends to be negative. Yet, through the interaction between size and structure we verified that when the structure has more affiliated firms closer to the holding company, it reduces the positive effect of size on performance. Finally, diversification by the layer of the structure also affects performance at the group level, when diversification is concentrated closer to the holding company the effect on performance at the group level tends to be positive, otherwise negative.

Keywords: Business Groups, Structure, Diversification, Size

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	16
1.1	Objetivos da Pesquisa.....	18
1.1.1	Objetivos específicos:	18
2	REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1	Grupos Empresariais	19
2.2	Perspectivas Teóricas.....	30
2.3	Características dos Grupos Empresariais	35
2.4	Hipóteses	44
3	METODOLOGIA.....	48
3.1	Unidade de análise	48
3.2	Dados.....	49
3.3	Variáveis	51
3.3.1	<i>Variável dependente</i>	51
3.3.2	<i>Variáveis Independentes</i>	52
3.3.3	<i>Variáveis de Controle</i>	55
3.4	Método estatístico	58
4	RESULTADOS	62
4.1	Estatística Descritiva e Descrição dos dados	62
4.2	Resultados dos Modelos	67
4.2.1	Testes de robustez nos modelos de regressão	71
5	DISCUSSÃO	78
6	CONCLUSÃO E LIMITAÇÕES.....	85
	REFERÊNCIAS.....	87

FIGURAS

FIGURA 1: EXEMPLO DE ESTRUTURA PIRAMIDAL 36

FIGURA 2: ESTRUTURAS-PADRÃO DO ESTUDO 53

TABELAS

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO	63
TABELA 2: DADOS DESCRITIVOS DA ESTRUTURA DOS GRUPOS EMPRESARIAIS.....	64
TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR <i>LAYER</i>	65
TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS ACIONISTAS CONTROLADORES	65
TABELA 5: NÚMERO DE FIRMAS FINANCEIRAS AFILIADAS	66
TABELA 6: VARIAÇÃO DE ENTRADA E SAÍDA DE FIRMAS AFILIADAS AOS GRUPOS EMPRESARIAIS POR ANO.....	66
TABELA 7: ESTATÍSTICA DESCRITIVA FIRMAS AFILIADAS AOS GRUPOS EMPRESARIAIS DE 2001 A 2013.....	66
TABELA 8: REGRESSÕES TAMANHO, ESTRUTURA E DIVERSIFICAÇÃO COM A VARIÁVEL PERFORMANCE DE LUCRO LÍQUIDO (LN).....	69
TABELA 9: REGRESSÕES TAMANHO, ESTRUTURA E DIVERSIFICAÇÃO COM A VARIÁVEL PERFORMANCE DE LUCRO LÍQUIDO SOBRE VENDAS (LN).....	71
TABELA 10: REGRESSÕES TAMANHO, ESTRUTURA E DIVERSIFICAÇÃO COM A VARIÁVEL PERFORMANCE DE ROE	72
TABELA 11: REGRESSÃO INTERAÇÃO ESTRUTURA TAMANHO CONSIDERANDO OS QUARTIS 1 E 4 COM A VARIÁVEL PERFORMANCE ROE	74
TABELA 12 DIVERSIFICAÇÃO POR LAYER “DUMMY” COM A VARIÁVEL PERFORMANCE LUCRO LÍQUIDO (LN).....	75
TABELA 13: MODELO CONSIDERANDO GRUPOS EMPRESARIAIS FAMILIARES COM A VARIÁVEL PERFORMANCE LUCRO LÍQUIDO (LN).....	76
TABELA 14: TESTE-T DE DUAS VARIÁVEIS COM VARIÂNCIAS IGUAIS – COMPARAÇÃO DA VARIAÇÃO DO NÚMERO DE FIRMAS AFILIADAS POR <i>LAYER</i>	76
TABELA 15 VARIAÇÃO DO NÚMERO DE FIRMAS AFILIADAS NA ESTRUTURA TRIÂNGULO DOS GRUPOS EMPRESARIAIS.....	77

QUADROS

QUADRO 1: COMPARATIVO ENTRE DIVERSIFICAÇÃO, GOVERNANÇA E ESTRUTURA DOS GRUPOS EMPRESARIAIS POR PAÍSES 30

QUADRO 2: AS PERSPECTIVAS TEÓRICAS DOS GRUPOS EMPRESARIAIS 32

QUADRO 3: DEFINIÇÃO DOS CUSTOS ORGANIZACIONAIS 35

QUADRO 4: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA PESQUISA 57

SIGLAS

BNDESPAR: BRAÇO DE PARTICIPAÇÕES DO BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL

FUNCEF: FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS

HHI: HERFINDAHL-HIRSCHMAN INDEX

IBGE: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA

PETROS: FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL

PREVI: CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL

RBV: RESOURCE BASED VIEW

ROE: RETURN ON EQUITY

SCAP: THE SUPREME COMMAND OF THE ALLIED POWERS

SIC: STANDARD INDUSTRIAL CLASSIFICATION

TCT: TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

VIF: VARIANCE INFLATION FACTOR

1 INTRODUÇÃO

O tema tratado nesta tese é o efeito da estrutura na performance, ao nível do grupo empresarial. O que já se sabe é que a estrutura dos grupos empresariais tem importância com relação à lucratividade das firmas afiliadas, mas não há estudos que evidenciem como a estrutura afeta a lucratividade ao nível do grupo empresarial. Carney et al. (2011) apontam que o tamanho está positivamente relacionado com a performance ao nível do grupo e que a diversificação modera essa relação de forma negativa. Entretanto, é necessário evidenciar de que forma a estrutura do grupo se relaciona com tamanho e diversificação. Ou seja, em que medida o tamanho moderado pela estrutura afeta a performance, e em que medida a diversificação dentro da estrutura afeta o desempenho.

Há estudos que evidenciam que a posição das firmas afiliadas dentro dos grupos empresariais afeta a performance dessas firmas (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012; SILVA; FAMÁ, 2011); que o número de *layers* (camadas de firmas afiliadas) que o grupo possui (ALMEIDA et al., 2010; FAN; WONG; ZHANG, 2012), bem como a distância das afiliadas com relação à *holding* (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016) estão relacionados com o nível de endividamento do grupo, a idade das firmas afiliadas e o seu grau de risco. No entanto, há necessidade de se compreender como a estrutura dos grupos está associada à performance ao nível do grupo, e não apenas das afiliadas (CARNEY et al., 2011, HOSKISSON et al., 2005).

Neste sentido, a contribuição desta tese é apontar sob que condições de estrutura os grupos empresariais desenvolvem desempenho superior, relacionado tanto com o tamanho como com a sua diversificação. Ou seja, uma vez que não há conclusões precisas sobre como o tamanho e a diversificação afetam a performance do nível do grupo, propõe-se usar a estrutura dos grupos empresariais como moderação do tamanho e diversificação, para que seja possível analisar em que medida essas diferentes características dos grupos empresariais afetam a performance ao nível do grupo. Dessa forma, contribuir com a literatura sobre grupos empresariais utilizando a perspectiva econômica sobre o desenvolvimento dos grupos (HOSKISSON et al., 2005; KHANNA; PALEPU, 1997; KHANNA; YAFEH, 2007; LEFF, 1978; WILLIAMSON, 1981), no que diz respeito aos custos organizacionais dentro da estrutura de governança hierárquica (HOSKISSON et al., 2005; WILLIAMSON, 1975).

Com isso, o Brasil torna-se um laboratório interessante para essa análise, uma vez que é um país dominado por grupos empresariais (ALDRIGHI; POSTALI, 2010; SCHNEIDER, 2009b; XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013), com características de diversificação relacionada e não relacionada, e com estrutura piramidal, o que o faz ser similar à maioria dos grupos no mundo, sendo assim possível a generalização. Além disso, a amostra tem certo equilíbrio em termos dos dois tipos de estrutura, o que permitiu desenvolver este estudo. A partir da literatura (ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012; MIYAJIMA; KAWAMOTO, 2010), foram identificados dois padrões de estruturas: (i) o primeiro, em que a variação do número de firmas afiliadas é menor e elas tendem a estar mais próximas da *holding*; e (ii) um segundo padrão, em que a variação das firmas afiliadas é maior e sua concentração tende a estar mais distante da *holding*.

Usando dados em painel e efeito fixo, considerando uma mostra com 127 grupos, e com 1.012 observações, no total de 13 anos, a análise empírica sugere que o tamanho dos grupos empresariais afeta positivamente a performance ao nível do grupo. Quando na estrutura do grupo empresarial há mais firmas afiliadas mais próximas da *holding*, há um efeito positivo no desempenho, do contrário o efeito tende a ser negativo. Já por meio da interação entre tamanho e estrutura é possível verificar que, quando a estrutura tem mais firmas afiliadas mais próximas da *holding*, ela reduz o efeito do tamanho na performance. Por fim, a diversificação por *layer* (diversificação em cada camada de firmas afiliadas) da estrutura também afeta a performance ao nível do grupo; quando a diversificação está concentrada mais próxima da *holding*, o efeito na performance ao nível do grupo tende a ser positivo, do contrário negativo. É possível inferir que estes efeitos da estrutura no desempenho ao nível do grupo ocorrem porque quanto mais distante da *holding* estão as firmas afiliadas, maiores os custos burocráticos. Há um limite para que o tamanho afete positivamente a performance, e a estrutura aponta esse limite. Partindo-se do pressuposto de que contratos são incompletos e há comportamento oportunista no gerenciamento destas firmas, numa estrutura complexa como a dos grupos empresariais isso pode elevar os custos internos nos grupos.

A pergunta de pesquisa que se propõe é a seguinte:

Em que medida o tamanho e a diversificação impactam a performance ao nível do grupo empresarial moderado pela estrutura?

1.1 Objetivos da Pesquisa

O principal objetivo desta pesquisa é:

Analisar o efeito do tamanho e da diversificação na performance ao nível do grupo empresarial moderado pela estrutura.

1.1.1 Objetivos específicos:

1. Mensurar as variáveis da estrutura dos grupos empresariais;
2. Mensurar o número de firmas afiliadas e a diversificação por *layer* por grupo empresarial por ano;
3. Descrever a estrutura dos grupos empresariais no Brasil;
4. Testar o efeito de tamanho, diversificação e estrutura do grupo na performance ao nível do grupo empresarial;
5. Analisar o efeito do tamanho moderado pela estrutura na performance ao nível do grupo;
6. Analisar o efeito da diversificação ao longo da estrutura na performance ao nível do grupo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Grupos Empresariais

Os grupos empresariais podem ser definidos como um conjunto de firmas legalmente independentes que operam em múltiplos setores, às vezes não relacionados, que estão sob controle comum de um ou poucos controladores (KHANNA; YAFEH, 2007). No entanto, ainda há discrepâncias quanto a algumas características dos grupos empresariais, uma vez que a sua definição varia entre países e regiões. Todavia, existe a combinação de três fatores que tendem a auxiliar sua delimitação (COLPAN; HIKINO, 2010): (i) diversificação, relacionada ou não relacionada, ou seja, o grupo atua em diversos setores associados ou não; (ii) estrutura piramidal (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006), ou seja, a possibilidade de os principais controladores dividirem propriedade e controle dos grupos empresariais (CLAESSENS et al., 2002; FACCIO; LANG, 2002); quanto maior essa divisão, maior a tendência ao *tunneling* (BAE; KANG; KIM, 2002; BERTRAND; MEHTA; MULLAINATHAN, 2002), que gera uma menor performance dos grupos; e (iii) governança corporativa, que pode ser familiar, estatal ou privada e ocorre quando o poder do grupo recai sobre um pequeno grupo de acionistas, que, com isso, passa a ter maior influência social e política (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006; HERNÁNDEZ-TRASOBARESA; GALVE-GÓRRIZ, 2017).

Considerando essas três características principais dos grupos empresariais, é possível examiná-los de forma coerente nos diferentes países a que eles pertencem, e verificar no que diferem e como podem ser comparados (COLPAN; HIKINO, 2010). Estes autores classificaram os grupos em duas categorias: (i) os grupos do tipo aliança e (ii) os grupos do tipo hierárquico. Os grupos do tipo aliança são aqueles em que nenhuma firma afiliada, organização ou indivíduo, isoladamente, exerce controle dominante sobre as decisões estratégicas do grupo. No entanto, dependendo do grau de independência e autonomia das firmas afiliadas, uma variedade de redes de alianças pode ser identificada. Os grupos empresariais com essas características são os grupos japoneses do pós-guerra chamados de *Keiretsu*, horizontais ou verticais.

Os grupos do tipo hierárquico possuem duas características básicas: (i) diversificação ou (ii) estrutura piramidal (COLPAN; HIKINO, 2010), embora nações que tiveram industrialização tardia contem com grupos empresariais com as duas características, pois costumam ser diversificados e com estrutura piramidal (JOHNSON, 2001). A grande maioria dos grupos apresenta portfólio diversificado de produtos ou setores com diversificação não relacionada,

tanto que as definições dos grupos levam em consideração “firmas independentes que operam em múltiplos setores, frequentemente não relacionados” (KHANNA; YAFEH, 2007, p. 331). A característica da diversificação não relacionada pode ser vista principalmente como um contraponto à característica de portfólio relacionado de produtos nas estruturas multidivisionais dos países desenvolvidos (CHANDLER, 1990). Além disso, essa característica é mais enfatizada nos estudos de estratégia que buscam examinar a relação entre diversificação e eficiência.

Já a característica da estrutura piramidal tem como principal foco os arranjos das firmas afiliadas dentro do grupo, e a condição de estas firmas serem listadas. Grupos nessa categoria são considerados “duas ou mais firmas listadas sob controle comum, com o acionista majoritário possuindo ao menos 20% dos direitos de voto” (MORCK, 2010, p. 603). Essas firmas afiliadas podem ser controladas diretamente ou indiretamente, via *dual-class share* ou controle indireto (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006). A característica principal da estrutura piramidal é a divisão entre controle e propriedade dos acionistas majoritários, que faz com que eles tenham controle sobre as firmas afiliadas, porém pouca propriedade (investimento) sobre elas, e isso leva a problemas de agência (COLPAN; HIKINO, 2010).

COLPAN e HIKINO (2010) revelaram que, em um levantamento das 78 maiores empresas em países com industrialização tardia, 53 eram considerados grupos empresariais e a grande maioria tinha controle familiar ou governamental. Dentre estas 78 empresas, 26 eram controladas por famílias e 42 pelo governo, e o restante por acionistas institucionais. Dos 26 grupos controlados por famílias, 20 tinham diversificação não relacionada; em compensação, dos grupos controlados pelo governo apenas cinco tinham diversificação não relacionada. Ainda, dos 42 grupos controlados pelo governo, 17 eram chineses, o que explica grande parte da falta de diversificação não relacionada. Por fim, das 78 maiores empresas, 50 tinham mais de duas firmas listadas, o que pode caracterizá-las como grupos de característica piramidal.

Dependendo do país de origem, o grupo recebe diferentes nomes e pode possuir características específicas daquele país (CHANG; HONG, 2000). Por exemplo, na Coreia do Sul os *Chaebols* são extremamente diversificados e têm integração vertical. O grupo Samsung participa de várias indústrias no setor de manufatura e no setor de serviços, como indústria química, de metais, de eletrônicos, seguradoras, construção civil, serviços financeiros, hospitais. Já no Japão, os grupos empresariais formados no pós-guerra são chamados de *Keiretsu*. Em geral os grupos financeiros possuem uma estrutura mais horizontal, e os de

manufatura apresentam estrutura mais verticalizada (LINCOLN; SHIMOTANI, 2010). Alguns autores entendem que o termo “grupos” não é aplicado de forma correta no caso dos *Keiretsu*, tendo mais sentido dar o nome de redes organizacionais (LINCOLN; SHIMOTANI, 2010; MIYAJIMA, 1994).

Os grupos empresariais são uma forma organizacional comum em mercados emergentes como Brasil, China, Índia, Coreia do Sul, Paquistão, Chile, e Rússia, entre outros, mas também há grupos empresariais em países desenvolvidos como Itália, Suécia, Japão e Canadá (HOSKISSON et al., 2005; KHANNA; YAFEH, 2007; MORCK, 2010). Uma das diferenças de grupos em economias desenvolvidas e emergentes é o quanto o governo controla ou está indiretamente envolvido com esses grupos; em economias desenvolvidas o governo está menos ligado diretamente aos grupos empresariais (COLLIN, 1998). Por meio da breve explicação nos parágrafos anteriores foi possível perceber que há grupos com características distintas nos diferentes países. Para que seja possível, neste estudo, fazer uma generalização dos grupos empresariais é importante destacar as principais características de cada grupo de 14 países, para que fiquem mais claras as diferenças de estruturas, tamanho e governança corporativa (COLPAN; HIKINO, 2010).

Japão

Antes da Segunda Guerra Mundial os grupos empresariais japoneses, chamados de *Zaibatsu*, eram bastante similares aos grupos empresariais diversificados, com estrutura hierárquica e coordenados por uma família. Em 1937 os três maiores grupos japoneses controlavam 12% do capital do Japão, passando a 23% no final da guerra. Os *Zaibatsu* tiveram origem na privatização em massa que ocorreu no Japão por volta de 1880, no Governo de Meiji. Exemplos de grupos japoneses à época foram Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo e Suzuki (LINCOLN; GERLACH; AHMADJIAN, 1996; LINCOLN; SHIMOTANI, 2010).

Após a Segunda Guerra Mundial, os *Zaibatsu* sofreram uma reestruturação devido à intervenção no país do Supremo Comando do Poder dos Aliados (em inglês: The Supreme Command of the Allied Powers - SCAP), e os novos grupos, agora chamados de *Keiretsu*, passaram a se mobilizar em torno de firmas financeiras/bancos com estrutura horizontal e outros em torno de manufaturas com estrutura vertical. A diferença principal na reestruturação dos *Keiretsu* foi a estrutura mais horizontal, em forma de rede, e a relação de aliança entre as firmas afiliadas. Como as redes de empresas são interligadas, há uma grande dificuldade em entender o processo de formação dos *Keiretsu*. Os pesquisadores do tema

preferem chamar os grupos empresariais japoneses de rede de firmas do que grupos empresariais, justamente por não possuírem as características hierárquicas dos grupos.

China

A origem dos grupos na China ocorreu após a reforma de mercado em meados da década de 1980. Nessa época o governo chinês entendeu que a melhor forma para desenvolver tecnologia, ter estabilidade econômica e competitividade internacional era por meio de grupos empresariais. Com isso, no início dos anos de 1990 havia mais de 7.000 grupos na China com algum controle do governo (HE et al., 2013). Os grupos empresariais chineses têm características bastante específicas e uma definição oficial do governo chinês, no entanto compartilham outras características similares aos de grupos empresariais de outros países. Os grupos chineses são pouco diversificados em termos de setores e portfólio de produtos, porém mais da metade tem uma ou mais firmas listadas, o que faz com que sejam considerados grupos de estrutura piramidal (CHANG, 2006; LEE; KANG, 2010). Uma das características mais importantes dos grupos empresariais chineses, ou *qiye jituan*, é que os grandes grupos são propriedade do Estado, enquanto os pequenos são propriedade familiar.

O Estado tem um papel importante no desenvolvimento dos *qiye jituan*, bem diferente do que ocorreu nos países vizinhos, como Japão e Coreia do Sul. O Estado Federal participou do estabelecimento e desenvolvimento dos *qiye jituan*, por meio de financiamentos. Além disso, as províncias desenvolveram seus próprios *qiye jituan*, contando com benefícios do Governo Federal. Em 2007 havia por volta de 2.926 grupos empresariais na China, sendo que 131 eram controlados pelo Estado e representavam 41,8% do total do faturamento de todos os grupos do país (CHINA, 2009). Os grupos controlados pelo governo, apesar de em menor número, são dominantes no país, e possuíam, em 2007, 76% do total de ativos de todos os *qiye jituan*. Por exemplo, um grande grupo que o governo Chinês controla é a SASAC. A SASAC é uma holding supervisiona mais de 100 empresas de propriedade do governo, assim como o Banco de Agricultura da China, com outros grupos (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014).

Tailândia

Os grupos empresariais tailandeses começaram a se desenvolver entre 1985 e 1995, concomitante com os outros países asiáticos, os chamados “tigres asiáticos”. A Tailândia crescia 10% ao ano, e era uma das economias que mais crescia na época (THE WORLD BANK, 1993). Os grupos se expandiam para as indústrias petroquímica, de cimento e aço.

Além disso, o governo tailandês oferecia incentivos e privatizou o setor de telecomunicações, por exemplo. O sucesso desse novo capitalismo ficou pautado em conexões políticas com o governo, bancos *off-shore*, o desenvolvimento da Bolsa de Valores local e tecnologia (MUSCAT, 1994).

Há cinco características importantes dos grupos tailandeses: (i) o controle dos grupos pode ser via Estado, via famílias ou multinacionais; (ii) grande parte das famílias são descendentes de chineses, geralmente os negócios começaram pequenos, e aos poucos foram se transformando em grandes grupos empresariais; (iii) são amplamente diversificados, atuam em diferentes setores, muitas vezes não relacionados, e se aproveitam de uma posição oligopolista no mercado tailandês; (iv) tendem a ter controle centralizado, são controlados por um pequeno número de grandes acionistas, e são piramidais; e (v) as firmas centrais dos grupos, ou as *holdings*, geralmente são listadas na Bolsa de Valores da Tailândia (WAILERDSAK; SUEHIRO, 2010).

Taiwan

A fundação dos grupos empresariais em Taiwan começou por volta de 1950/60, e eles passaram a crescer com a liberação do mercado no final da década de 1980, quando indústrias anteriormente sob domínio do Estado foram privatizadas. A partir daí, os grupos empresariais passaram a controlar não apenas o capital, a tecnologia e a capacidade produtiva do país, como também, em 2006, eram responsáveis por 24% dos empregos em Taiwan. No mesmo ano, o total de vendas gerado pelas firmas afiliadas aos grupos ultrapassou o valor do Produto Interno Bruto do país (CHUNG; MAHMOOD, 2010). Os grupos empresariais de Taiwan são amplamente diversificados para indústrias não relacionadas, em média são sete indústrias por grupo. Em termos de governança corporativa, os grupos familiares tiveram uma queda de representatividade de controle de 23%, em 1988, para 4% em 1998, enquanto o controle das firmas afiliadas cresceu de 35% para 53%. Como já ocorre em outros países, a estrutura dos grupos empresariais em Taiwan é piramidal (CHUNG, 2004; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000a).

Coreia do Sul

Por volta de 1960, o governo sul-coreano passou a desenvolver iniciativas para acelerar a industrialização do país e, com isso, desenvolveram-se de forma bastante rápida os *Chaebols*. Em 1996, os 30 maiores *Chaebols* representavam 40% do Produto Interno Bruto do país (KIM, 2010). Muitos *Chaebols* investiram na marca do grupo empresarial, como por exemplo

Hyundai, Samsung, Daewoo, LG e SK. Em 1997, com a crise asiática, os *Chaebols* sofreram financeiramente e foram acusados pelo próprio país de ser um dos causadores da crise, por serem diversificados demais, não competitivos globalmente e mal gerenciados. Em 1997, com a crise dos Tigres Asiáticos, metade dos 30 maiores *Chaebols* havia falido.

Os grupos empresariais coreanos são muito diversificados de forma não relacionada e também possuem estratégia de integração vertical. Após a crise, por volta de 2006, o número médio de setores em que cada *Chaebol* participava caiu de 14,5 para 10 setores (KIM, 2010). A maioria dos *Chaebols* são controlados por famílias, mas, apesar de terem o controle, elas têm pouca propriedade das firmas afiliadas aos grupos, o que resultou em problemas de agência, expropriação dos acionistas minoritários, *tunneling*, e, com isso, a maximização dos ganhos privados (ALMEIDA et al., 2010; BAE; KANG; KIM, 2002).

Índia

Na Índia os grupos são parte integrante e importante da economia local; seu desenvolvimento começou na metade do século XIX, com um conjunto de empresas de capital aberto, que pertencem a uma ampla variedade de setores, com controle concentrado, geralmente, em uma única família (KHANNA; PALEPU, 2000a). Em levantamento feito em 2006, existiam 560 grupos empresariais indianos, com 2.922 firmas afiliadas. Sua dominância no país é evidente, já que correspondem a cerca de 70% do total de ativos de todas as empresas indianas. Além de serem representativos, os grupos empresariais são persistentes - numa lista dos 50 maiores grupos do país entre 1969 e 2006, 50% deles permaneceram na lista por mais de 30 anos (SARKAR, 2010).

Uma característica importante dos grupos indianos é a prevalência da concentração de controle e propriedade; em sua maioria, os grupos são controlados por famílias por meio de uma *holding* ou diretamente por meio de uma firma afiliada, de renome. Tipicamente, são estruturas piramidais, ou seja, o acionista majoritário possui controle sobre todas as firmas do grupo, mesmo com pouca propriedade (BERTRAND; MEHTA; MULLAINATHAN, 2002). A diversificação não relacionada é outra característica dos grupos na Índia, e desde o período colonial eles têm extensiva diversificação, muitas vezes em indústrias não relacionadas. E a diversificação se manteve durante o regime regulatório, com a liberalização econômica, até os dias atuais (SARKAR, 2010). Khanna e Palepu (1997) mostraram que a Índia é um dos países com maior diversificação nos grupos empresariais, em média com 4,2 setores, atrás apenas do Chile, com 5,1 setores.

Itália

Desde a segunda Revolução Industrial as firmas italianas vêm se estruturando em grandes grupos empresariais. Na Itália os grupos são formados sob uma *holding* e possuem estruturas piramidais complexas, podendo ser grupos privados ou estatais (COLLI; RINALDI; VASTA, 2016). A estratégia dos grupos empresariais italianos era maximizar o controle (e, muitas vezes, o *tunneling* de recursos), limitando a quantidade de recursos investidos diretamente pelos proprietários/controladores, uma necessidade absoluta quando se tratava de grandes negócios em indústrias de capital intensivo. No país, chegou-se a chamar o sistema usado pelos grupos de "capitalismo sem capital"(COLLI; RINALDI; VASTA, 2013). Colli e Vasta (2010) evidenciaram que os 15 maiores grupos empresariais, tanto privados quanto estatais, controlavam 2/3 do total de ativos das firmas listadas, e mais da metade do seu capital(COLLI; VASTA, 2010).

Israel

Os grupos empresariais em Israel diferem da maioria dos grupos de outros países. Primeiro, pelo fato de as instituições neste país serem fortes, o que não justifica a existência dos grupos empresariais pela perspectiva de custos de transação e *institutional voids* (KHANNA; PALEPU, 2005). Segundo, os grupos empresariais de Israel são um exemplo de alta rotatividade; não há grupos antigos, em sua maioria eles já faliram, e até grupos do início da década de 1990 já não existem mais. Uma terceira característica diz respeito ao fato de o governo israelense ter uma influência forte na formação dos grupos, tanto na agenda de liberalização como de privatização (KOSENKO; YAFEH, 2010).

A definição de acionista controlador nos grupos empresariais de Israel é: (i) controlar ao menos 25% das ações; (ii) ser maior que a soma do segundo e terceiro acionistas do grupo. A grande maioria dos grupos tem concentração das ações, e em ¾ dos grupos sobre os quais há dados, os controladores são familiares. Além disso, os dez maiores grupos empresariais no país são controlados por famílias. Oitenta por cento dos grupos empresariais têm estrutura piramidal, que varia em tamanho e número de *layers*. Somado a isso, as pirâmides têm um amplo *gap* entre controle e propriedade, e em casos extremos o acionista majoritário tem o controle de 100%, e apenas 3% de propriedade. Por fim, os grupos empresariais de Israel tendem a ser diversificados, e os grupos mais novos estão presentes em todos os setores da economia (KOSENKO; YAFEH, 2010).

Turquia

Há dois tipos predominantes de empresas na Turquia, os grupos empresariais e as empresas estatais. Os grupos empresariais diversificados têm um importante papel na economia turca, e das 50 maiores empresas do país, 28 são grupos deste tipo. Os grupos, que tiveram sua origem entre 1920 e 1950, tendem a ser mais diversificados de forma não relacionada; já os grupos fundados depois de 1950 tendem a ter a diversificação mais limitada, devido à liberalização do mercado que iniciou em 1980, e que gerou uma economia mais hostil no país. A estrutura dos grupos empresariais na Turquia é piramidal, e geralmente existe uma *holding* que os controla e que desempenha um papel de extrema importância dentro do grupo, pois controla e opera as firmas afiliadas, além de gerenciar e coordenar a relação entre as afiliadas. Normalmente, os grupos empresariais são familiares (COLPAN, 2010).

Rússia

Os grupos empresariais russos se desenvolveram a partir de 1994, devido a um processo de privatização no país. Os *Oligarchs* controlam grande parte da economia russa e são, em sua maioria, integrados vertical e horizontalmente. Os 10 maiores grupos detinham 60,2% do mercado de ações russo em 2003 (GURIEV; RACHINSKY, 2005). Os grupos familiares não predominam no cenário russo. Os principais controladores dos grupos são pessoas isoladas com interesses de controlador e proprietário, com isso as estruturas piramidais, que têm como principal função a divisão entre controle e propriedade (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006), são raras no país (ESTRIN; POUKLIAKOVA; SHAPIRO, 2009; GURIEV, 2010). Os principais acionistas majoritários têm controle e propriedade de 60 a 90% das ações dos *Oligarchs*. Há também *Oligarchs* do Estado, que foram crescendo por meio de fusões e aquisições com grupos não estatais já existentes. Um estudo de 2003 mostrou que o governo russo controla cerca de 30% dos grupos empresariais do país (GURIEV; RACHINSKY, 2005).

Os grupos russos possuem normalmente três níveis - a *holding*, as divisões industriais, e as plantas individuais. A *holding* é composta pelo acionista majoritário, normalmente o fundador do grupo; no nível médio da estrutura ficam as divisões industriais do grupo, que em geral coordenam os investimentos e o marketing da indústria. No nível mais baixo do grupo ficam as firmas afiliadas relacionadas à operação e produção. Assim como em outros países, na Rússia, por contar com fracas instituições e vazios institucionais, o tamanho do grupo importa (KHANNA; YAFEH, 2007). Logo, grandes grupos têm acesso financiamentos de baixo

custo, são mais efetivos em *lobbying*, e enfrentam processos menos burocráticos (GURIEV, 2010).

Argentina

Em 1940, as firmas que se desenvolveram com o incentivo da substituição de importações foram a base para a formação dos grupos empresariais no período de 1960 a 1980. A Argentina passou por algumas instabilidades econômicas, mas os grupos maiores continuaram se desenvolvendo. Os grupos empresariais argentinos não são grandes, em 1990 os maiores grupos representavam apenas 10% das atividades do setor privado do país (CARRERA et al., 2003). Tais grupos seguem o padrão de concentração de controle familiar (FISMAN; KHANNA, 2004), com uma *holding* que controla as firmas afiliadas. Mais de 75% das famílias donas dos grupos empresariais possuem acima de 50% do controle do grupo, e quase metade dos grupos não tem nenhuma firma listada. Somado a isso, os grupos são diversificados tanto de forma relacionada como não relacionada (FRACCHIA; MESQUITA; QUIROGA, 2010).

Chile

A atividade econômica no Chile é desempenhada por diversos grupos empresariais, que operam em diversos setores da economia. Os grupos tendem a ser altamente concentrados sob o controle de poucas famílias. Por exemplo, dentre os 25 principais grupos chilenos, 15 são controlados por famílias, e até os dias atuais ainda existe ao menos um membro da família no controle (LEFORT, 2010). Além disso, o total de ativos controlados pelos grupos empresariais na Bolsa de Valores representava 90% dos ativos das maiores firmas que operavam no país em 2002 (CLAESSENS et al., 2002), e essa proporção permanece estável atualmente (CLAESSENS; DJANKOV; KLAPPER, 2000). Para complementar, os cinco maiores grupos controlam quase que 50% do total de ativos das firmas listadas na Bolsa de Valores (LEFORT, 2010).

No Chile os grupos são bastante diversificados, em média cada grupo participa de cinco setores da economia (KHANNA; YAFEH, 2007). A estrutura piramidal é a forma mais comum de as famílias conseguirem o controle dos grupos, e essa estrutura tende a ser similar entre os grupos, mesmo sendo diversificados para setores totalmente diferentes. Além disso, em média, a divisão entre controle e propriedade é de 59% de controle e 36% de propriedade (LEFORT; WALKER, 2000). A estrutura tende a ser simples, não mais que quatro *layers*, embora o número de *layers* tenha aumentado a partir do ano 2000. (LEFORT, 2010).

México

No México, o desenvolvimento dos grupos empresariais ocorreu a partir do processo de substituição de importações, por volta de 1980, e desde então os grupos têm um importante papel na economia mexicana. Os grupos mexicanos têm características como estrutura piramidal, holding que controla as firmas afiliadas, normalmente mais de dois layers, e controle familiar. Em sua maioria, os grupos mexicanos atuam em mais de dois setores da economia, setores esses não relacionados. Entre as 50 maiores firmas do México, todas são grupos empresariais (HOSHINO, 2010).

Brasil

Os grupos empresariais começaram a se instalar no Brasil no início do século XIX, constituídos principalmente por capital americano. As primeiras empresas a chegar no país e que aos poucos foram se transformando em grupos empresariais (MUSACCHIO, 2009) foram o Brazilian Traction and Light Power, Fiat Lux, General Electric, Souza Cruz, Swift/Armour, Ford, Dupont, e Rhodia (QUEIROZ, 1972). Entre 1930 e 1980 o Brasil cresceu e se desenvolveu de forma rápida, tendo como principais características a substituição de importações e a forte presença do Estado na economia, com impacto no desenvolvimento dos grupos empresariais (ALDRIGHI; POSTALI, 2010; BRESSER-PEREIRA; DINIZ, 2009; REISS, 1980).

Os grupos brasileiros são menos diversificados que os grupos no Chile, Coreia do Sul e Índia (ALDRIGHI; POSTALI, 2010). Alguns são focados em um único negócio, como a Oi/Brasil Telecom, outros diversificam para indústrias verticalmente relacionadas, como é o caso da Vale (especializada em mineração, no entanto, controla firmas de logística, ferrovias, aço e energia) e do grupo Ultra (distribuidora de combustíveis, química, petroquímica e logística). Por fim, há os grupos diversificados em indústrias não relacionadas, como a Marcopolo (especializada em fabricação de ônibus, no entanto, controla firmas de logística, comércio e finanças), Coteminas (especializada em têxtil, também controla firmas de hotelaria, agroindústria e energia), Odebrecht (especializada em construção civil, mas também controla firmas de energia, química, petroquímica, têxtil, e finanças), e Votorantim (especializada em cimento, no entanto, atua em comércio, serviços, área financeira, química, agroindústria).

Os grupos são controlados por uma família, governo ou firmas privadas com alta concentração de propriedade. Mas já existem grupos que são mais pulverizados (CUERVO-

CAZURRA, 2006), sendo ainda minoria no Brasil. Segundo a Lei 6404/76, o controlador do grupo tem como principais atribuições: poder eleger a maioria dos administradores da companhia e dirigir efetivamente as atividades e o funcionamento do grupo (PORTAL DO INVESTIDOR, 2015). Em 2007, entre os 50 maiores grupos do Brasil, 23 eram controlados por entidades privadas como família, firmas privadas, fundos de pensão, cinco eram controlados pelo governo, 21 por empresas estrangeiras e um por uma parceria entre uma empresa privada brasileira e uma empresa estrangeira. Em 2015, a receita bruta dos 200 maiores grupos empresariais brasileiros somou R\$ 4,04 trilhões, com uma variação de 14,3% sobre os R\$ 3,53 trilhões de 2014 (VALOR ECONÔMICO, 2016).

De modo geral, a estrutura dos grupos empresariais brasileiros é piramidal, e poucas empresas afiliadas ao grupo são de capital aberto. Além disso, o maior controlador desses grupos tem em média 50% do controle (ALDRIGHI; POSTALI, 2010). Os grupos empresariais brasileiros têm relação histórica com o governo, e em muitos deles parte dos controladores minoritários é ligada ao governo, como por exemplo, os fundos de pensão (Funcef, Petros, Previ) e o braço de participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDESpar) (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2016; XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013). O BNDES tem participação ativa no desenvolvimento dos grupos de 1980 a 2012 houve uma transformação no papel do Estado no desenvolvimento das empresas Brasileiras, no entanto, o Banco se manteve acionista das maiores empresas, que são parte de grupos empresariais, para suportar as chamadas “Campeãs Nacionais” (LAZZARINI et al., 2015; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014).

Há evidências empíricas de que a diversificação e o crescimento dos grupos empresariais brasileiros são impulsionados parte por conexões políticas (COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013), e por relações históricas com o governo (GAMA; BANDEIRA-DE-MELLO; SPULDARO, no prelo).

O Quadro 1 mostra os grupos empresariais em diferentes países e suas principais características, a partir da revisão de literatura.. Com base no Quadro 1 é possível destacar que o tipo de grupo empresarial aqui estudado tem as seguintes características: (i) diversificação relacionada e/ou não relacionada; (ii) governança corporativa familiar, estatal ou privada; e (iii) estrutura piramidal. Enquadram-se nessas características os seguintes

países: Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia, Índia, Argentina, Brasil, Chile, Itália, Israel e Turquia.

Quadro 1: Comparativo entre diversificação, governança e estrutura dos grupos empresariais por país

	Diversificação	Governança	Estrutura
Japão	Relacionada, não relacionada	Profissional, financeira	Horizontal/Rede
Coreia do Sul	Relacionada e não relacionada	Familiar	Piramidal
Taiwan	Não relacionada	Familiar	Piramidal
China	Não há	Estatat/Familiar	Piramidal
Tailândia	Não relacionada	Familiar, Estatal, Multinacionais	Piramidal
Índia	Não relacionada	Familiar	Piramidal
Argentina	Relacionada e não relacionada	Familiar, Estatal	Piramidal
Brasil	Relacionada e não relacionada	Familiar, Estatal, firmas privadas	Piramidal
Chile	Relacionada e não relacionada	Familiar	Piramidal
México	Relacionada e não relacionada	Familiar	Piramidal
Itália	Relacionada e não relacionada	Familiar, Estatal	Piramidal
Israel	Relacionada e não relacionada	Familiar	Piramidal
Turquia	Relacionada e não relacionada	Familiar	Piramidal
Rússia	Relacionada	Familiar, Estatal	Não piramidal

Fonte: elaborado pelo autor

2.2 Perspectivas Teóricas

Os pesquisadores do tema “grupos empresariais” utilizam cinco teorias para explicar o desenvolvimento dos grupos, sendo que cada uma aborda diferentes hipóteses sobre sua evolução e crescimento. A primeira delas é a Visão Baseada em Recursos (RBV), que propõe que empreendedores e firmas criam grupos empresariais se as condições políticas e econômicas permitirem que eles adquiram recursos e capacidades domésticos e internacionais para entrarem em novos mercados (GUILLÉN, 2000). Além disso, para manter a vantagem

competitiva ao longo do tempo os grupos acumulam as capacidades e os recursos valiosos, raros e difíceis de imitar (BARNEY, 1991).

A segunda teoria que explica o desenvolvimento dos grupos empresariais é a perspectiva Sociológica, que argumenta que os grupos se desenvolvem devido a laços sociais e culturais, e que as firmas são isomórficas com a estrutura social que as cerca (GRANOVETTER, 1994). Os pesquisadores dessa perspectiva visam identificar como a estrutura de autoridade e poder afeta os diferentes níveis dos grupos empresariais. Por exemplo, na Coreia do Sul os grupos empresariais que se desenvolveram foram aqueles fundados por um único empreendedor, pois no país são fortes os laços verticais. Já no Japão e em Taiwan os padrões de autoridade são mais horizontais, e os grupos tendem a seguir o desenvolvimento desses padrões (GUILLÉN, 2000).

A terceira perspectiva é a perspectiva Política. Esta ótica discute a influência do governo no crescimento dos grupos empresariais (SCHNEIDER, 1998, 2009b). Considera o grupo como um instrumento para atingir objetivos políticos e econômicos do governo (YIU et al., 2007), e o governo tem força suficiente para influenciar as operações e processos das firmas (PEARCE, 2001). O contrário também é verdadeiro, as empresas também influenciam e utilizam seu crescimento para, por exemplo, ter acesso aos políticos, aos processos legislativos e regulatórios (HILLMAN; ZARDKOOHI; BIERMAN, 1999), para obter tratamento preferencial (FACCIO, 2006) e acesso facilitado a financiamentos (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008). É como se houvesse uma dependência mútua entre grupo e governo (PEARCE, 2001).

A quarta perspectiva é a de governança corporativa, focada na Teoria da Agência, que propõe que a estrutura de propriedade dos grupos é que determina sua performance e valor das firmas afiliadas (ALMEIDA et al., 2010). Além disso, a relação entre controlador e agente pode trazer complicações relacionadas com assimetria de informações e aversão ao risco (WILLIAMSON, 1998). Pesquisas sob a ótica da Teoria da Agência abordam questões de governança corporativa dos grupos empresariais relacionadas à concentração do controle e à divisão do controle e propriedade (MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005; MORCK; YEUNG, 2003; YIU, CHEN, XU, 2013). Também são abordadas questões como *tunneling* – tática utilizada pelos controladores para transferir ativos das firmas afiliadas periféricas para as firmas mais próximas da *holding* (BAE; KANG; KIM, 2002), e entrincheiramento – em que, na estrutura piramidal, é possível que o controlador faça baixo investimento nos grupos

empresariais, porém usufrua os recursos por meio das afiliações via pirâmide (CLAESSENS et al., 2002).

A última perspectiva, e que foi utilizada neste estudo, é a perspectiva econômica, que tem como principais aspectos de análise o fato de os grupos existirem, principalmente, em mercados com falhas institucionais (GHEMAWAT; KHANNA, 1998; LEFF, 1978). Essa teoria recai sobre as imperfeições de mercado e enfatiza os custos de transação principalmente nos mercados de capitais e, em menor medida, no mercado de trabalho. O uso subsequentes desta estrutura organizacional incluem Caves e Uekusa (1976), trabalhos iniciais sobre os *Keiretsus* japonês e o trabalho de Chang e Choi (1988) sobre os *Chaebols* coreanos. Em outras pesquisas Khanna & Palepu, (1997, 2000a) e Khanna e Yafeh (2007) evidenciam que os grupos empresariais passam a ser um instrumento dos investidores, empreendedores e donos de empresas para superar as falhas de mercado e facilitar a obtenção de capital, matéria-prima, trabalho e tecnologia (KHANNA; YAFEH, 2007). O Quadro 2 apresenta uma breve explicação sobre cada uma das abordagens descritas acima.

Quadro 2: As perspectivas teóricas dos Grupos Empresariais

Perspectiva	Autores	Grupos Empresariais
Recursos	Guillén (2000)	Por meio dos grupos empresariais é possível adquirir recursos e capacidades nacionais e internacionais.
Sociológica	Granovetter (1994)	Os grupos se desenvolvem devido a laços sociais e culturais. E as firmas são isomórficas com a estrutura social que as cerca.
Política	Schneider (2009b)	Esta ótica discute a influência do governo no crescimento dos grupos empresariais. Considera o grupo como um instrumento para atingir objetivos políticos e econômicos do governo.
Governança	Morck (2010), Morck; Young (2003)	A estrutura de propriedade dos grupos é que determina sua performance e o valor das firmas afiliadas. Além disso, a relação entre controlador e agente pode trazer complicações relacionadas com assimetria de informações e aversão ao risco.
Econômica	Williamson (1981); Khanna; Palepu (2000b)	Os grupos existem principalmente em mercados com falhas institucionais. Os grupos empresariais passam a ser um instrumento para os investidores,

empreendedores e donos de empresas para superar as falhas de mercado e facilitar a obtenção de capital, matéria-prima, trabalho, e tecnologia.

Fonte: elaborado pelo autor

Dado o ambiente institucional que os grupos empresariais se desenvolvem, em sua maioria mercados emergentes, com altos custos globais de transação como resultado de instituições não desenvolvidas como capital, produto e mercado de trabalho, além de transporte e telecomunicações ineficientes. Assim, os grupos empresariais podem atuar como intermediários entre atores econômicos e mercados imperfeitos. Em mercados com altos custos de transação é mais comum o desenvolvimento de estruturas hierárquicas de governança, pois nestas os custos de transação podem ser reduzidos (HOSKISSON et al., 2000). Grupos empresariais localizados em países em desenvolvimento normalmente possuem estrutura hierárquica de governança, pois passa a ser menos custoso transacionar internamente do que ir ao mercado, uma vez que em ambientes com baixo cumprimento de contratos e de leis, sistema judicial ineficiente, e corrupção, aumentam-se os custos de transação entre as partes não relacionadas (KHANNA; YAFEH, 2007). Este argumento vai ao encontro do proposto por Williamson (1975), que sugere que falhas de mercado levam as firmas a se desenvolver de forma hierárquica e diversificada (WILLIAMSON, 1975).

Os grupos empresariais são uma resposta a falhas de mercado e são associados a redução dos custos de transação (LEFF, 1978), ou seja, o grupo é uma forma organizacional eficiente que mitiga as imperfeições de mercado. Uma falha de mercado ocorre quando uma transação benéfica para comprador e vendedor falha, devido a custos de transação que são maiores que os benefícios da transação (WILLIAMSON, 1981, 1998). Assim, as firmas procuram superar deficiências de mercado, como recursos, capital, e trabalho nos mercados emergentes, ao se unirem em grupos empresariais diversificados (KHANNA; RIVKIN, 2001). Tais grupos podem fornecer capital interno, trabalho, material e tecnologia, permitindo que suas firmas afiliadas realizem transações de forma mais eficiente (CHANG; CHOI, 1988; KHANNA; PALEPU, 1997, 2000a, 2000b; HOSKISSON et al., 2005).

As firmas afiliadas podem decidir entre produzir o que precisam ou ir ao mercado fazer a transação, dependendo do que for menos custoso para o grupo (CHANG; CHOI, 1988; KHANNA; PALEPU, 2000a; KHANNA; YAFEH, 2007). Por exemplo, o mercado de capitais em um ambiente institucional fraco pode ser ineficiente. Assim, os grupos

diversificados correm menos riscos ao transacionar no mercado de capitais interno, que é mais eficiente em comparação ao mercado de capitais externo com fraca regulação (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006; KHANNA; YAFEH, 2007). O mercado de trabalho também sofre quando há fraco ambiente institucional, por haver pouca oportunidade de treinamento e aprimoramento técnico das pessoas. Assim, o grupo diversificado pode treinar seus próprios funcionários, fazendo com que sejam utilizados em uma variedade de cargos por meio das firmas afiliadas, e isso vem a substituir as fracas instituições (KHANNA; YAFEH, 2007).

O mercado de produtos e insumos também pode sofrer em países com instituições fracas, por falta de produtos e baixo cumprimento de contratos, que podem impedir o comércio entre as partes devido ao medo de comportamento oportunista (KHANNA; RIVKIN, 2001). Os grupos conseguem superar o problema de comportamento oportunista investindo em uma ampla gama de produtos e indústrias. Com relação aos recursos tecnológicos, os grupos também conseguem compensar as falhas de transação, pois uma firma afiliada ao grupo pode ultrapassar as barreiras que existem para licenciar uma determinada tecnologia, aumentando a reputação de todo o grupo (KHANNA; RIVKIN, 2001). Foi evidenciado que firmas que pertencem a grupos em países emergentes tendem a assimilar mais tecnologia estrangeira do que empresas não afiliadas a grupos empresariais (AMSDEN; HIKINO, 1994).

Dado toda a complexidade dos grupos empresariais, eles tendem a optar por estruturas hierárquicas de governança (WILLIAMSON, 1999). Essa estrutura é caracterizada por: (i) maior a especificidade de ativos e (ii) uma maior a necessidade de coordenação da firma por meio da estrutura. Com relação à especificidade de ativos são investimentos duráveis que não são reempregáveis, a não ser com perda de valor. Esta característica faz com que o investimento nesses ativos específicos seja mais arriscado, gerando custos de transação e adaptação (WILLIAMSON, 1985, p. 55). Quanto maior a especificidade de ativos maior a necessidade de adaptação, em que a combinação de adaptações autônomas e adaptações coordenadas varia entre as transações. Especificamente, a necessidade de adaptações coordenadas se acumula à medida que a especificidade de ativos se aprofunda (WILLIAMSON, 2002).

Com relação a maior necessidade de coordenação da firma são utilizados mecanismos de controle administrativo diz respeito às recompensas e penalidades dadas às firmas (WILLIAMSON, 1991). No entanto, pelo grupos terem uma estrutura complexa, essa

necessidade de coordenação podem elevar os custos organizacionais devido ao número de firmas afiliadas, diversificação e estrutura (CARNEY et al., 2011; HOSKISSON et al., 2005).

Especificamente, os custos organizacionais estão relacionados aos custos internos de gerenciamento, burocracia, os custos de controle de várias empresas no grupo empresarial e os custos de fazer, monitorar e implementar contratos implícitos e explícitos dentro do grupo empresarial (Quadro 3). Nas economias emergentes, pode-se considerar que os custos de controle de múltiplos negócios no grupo empresarial, e os custos de fazer, monitorar e implementar contratos implícitos e explícitos dentro do grupo, que opera em uma cultura de menor confiança, exibem maiores custos organizacionais (HOSKISSON et al., 2005). Além disso, foi evidenciado que, em grupos com escopo de diversificação mais amplo, os custos organizacionais podem ser prejudiciais na performance do grupo, uma vez que aumentam a complexidade de gerenciamento (CARNEY et al., 2011; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016). Ou seja, aumenta-se os custos organizacionais para facilitar a coordenação entre empresas relacionadas em grupos empresariais diversificados.

Dado o ambiente institucional em que a maioria dos grupos empresariais se desenvolvem, ambientes institucionais com falhas nos mercados de capitais, trabalho, produto e tecnologia os grupos tendem a se desenvolver de forma diversificada para reduzirem os custos de transação intra-grupo (KHANNA; RIVKIN, 2001, 2006; KHANNA; YAFEH, 2007). No entanto, com a diversificação, o número de firmas afiliadas e de complexidade da estrutura do grupo eleva-se a necessidade de maior controle hierárquico, o que gera um aumento nos custos organizacionais (HOSKISSON et al., 2005).

Quadro 3: Definição dos custos organizacionais

Custos Organizacionais	
Custos de gerenciamento	O processo de gerenciar e controlar o orçamento da firma.
Custos burocráticos	Custos de coordenação administrativa
Custos de fazer, monitorar e implementar contratos	O processo de gerenciar contratos
Custos de sistemas de controle	O processo de desenvolver sistemas de controle.

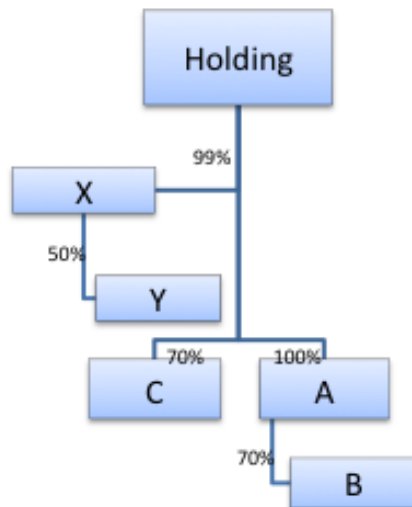
Fonte: Hoskisson et.al (2005), Carney et. al.(2011) e Williamson, O. (1975)

2.3 Características dos Grupos Empresariais

Existem grupos empresariais de diferentes formatos e tamanhos, e sua heterogeneidade ao longo do tempo desafia qualquer explicação simples sobre o impacto na performance (CARNEY et al., 2011; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016). Podem-se entender os grupos empresariais: (i) em termos de controle e propriedade (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006), como (ii) em termos de características como forma de diversificação, número de afiliadas, número de níveis do grupo, integração vertical (COLPAN; HIKINO, 2010). Em termos de controle e propriedade, os grupos empresariais eram vistos na literatura como mecanismo de dividir direito de propriedade (direito de fluxo de caixa) e direito de controle (direito a votos) (FACCIO; LANG, 2002). Ou seja, estruturas piramidais proporcionavam uma divisão ampla entre propriedade e controle (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006). Na estrutura piramidal, a *holding* do grupo exerce controle sobre as afiliadas, e essas afiliadas sobre as empresas no nível imediatamente abaixo na pirâmide; desta forma desenvolve-se uma propriedade hierárquica sobre os afiliados (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; YIU et al., 2013). Na Figura 1 é possível visualizar essa estrutura: a firma “Y”, ao ser controlada via pirâmide, significa que ela possui um último controlador, o qual controla “Y” indiretamente por meio de outra firma, “X”, que não tem o controle total de “Y”.

Muitos estudos mostram que essa divisão existe (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000a), mas não pode ser generalizada, pois em alguns casos a divisão entre propriedade e controle é mínima, e ainda assim usa-se a estrutura piramidal (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006). Mesmo quando a diferença entre controle e propriedade é ampla com a utilização da pirâmide, há casos em que essa explicação não é suficiente, uma vez que a divisão de direito de controle e de propriedade também pode ocorrer via *cross-shareholding* e, às vezes, *dual-class shares* (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000; CLAESSENS et al., 2002).

Figura 1: Exemplo de Estrutura Piramidal



Fonte: adaptado de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999)

A partir daí, Almeida e Wolfenzon (2006) observaram que o uso da pirâmide ocorre não somente como um mecanismo de divisão entre direito de propriedade e de controle, como também por vantagens de recompensa e vantagens financeiras. Por vantagens de recompensa entende-se que, por meio da pirâmide, o principal controlador divide os benefícios com os *shareholders* não controladores; no entanto, por ser piramidal, esse benefício é maior para o principal controlador, comparado com uma estrutura horizontal em que esses benefícios seriam distribuídos de forma mais igualitária. A segunda vantagem é a financeira, em que os principais controladores podem utilizar capital das empresas afiliadas, ou seja, capital do próprio grupo, para comprar novas firmas e expandir operação, ao invés de captar dinheiro externo que seria mais caro (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006).

Ainda, em termos de controle e propriedade, esses autores desenvolveram a teoria sobre a estrutura de controle piramidal, que propõe que as pirâmides existem em países com menor proteção aos investidores. Os grupos têm vantagens financeiras sobre os empreendedores individuais. Em países com baixa proteção aos investidores, há maior dificuldade em conseguir capital externo e, com isso, as famílias que já possuem fundos de empresas que estão sob seu controle têm vantagem financeira frente aos pequenos empreendedores, e acabam por agregá-los ao seu *hall* de firmas que se tornam afiliadas aos grupos empresariais. Nesse caso, a fração de firmas que fazem parte de grupos, em países com menor proteção ao investidor, é maior. Nos países com maior proteção ao investidor, as pirâmides tendem a ser mais horizontais (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006). Segundo Kandel et al. (2013), a não prevalência dos grupos empresariais nos Estados Unidos tem relação com a melhoria de proteção aos investidores.

Existe ainda outra perspectiva, proposta por Morck et al. (2005), sugerindo que a existência e continuidade das pirâmides ocorrem devido ao fato de os fundadores dos grupos terem poder de influência sobre os políticos, de modo a ter mais acesso a menores taxas, a conseguir benefícios por possuir mais de uma firma e, principalmente, pelo seu status social (MORCK, 2010; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005; PERKINS; MINEFEE, 2015). Esta influência das famílias não exclui o proposto por Almeida e Wolfenzon (2006), apenas reforça o poder e a força que os grupos empresariais possuem. Os grandes grupos empresariais existem há muitos anos em diferentes países, na Itália desde o século XIX, no Canadá desde 1920 (MORCK; STANGELAND; YEUNG, 2000), no Brasil desde o final do século XIX (QUEIROZ, 1972). Morck (2010) sugere que os grupos empresariais persistem até hoje pelo fato de seus controladores terem forte influência política. Apesar do esforço teórico para entender o mecanismo de estrutura piramidal, ainda existem poucos trabalhos empíricos que demonstrem como as pirâmides evoluíram ao longo do tempo (ALMEIDA et al., 2010; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005).

Com relação às características dos grupos empresariais, estudos evidenciam que alguns podem ser extremamente diversificados, outros mais focados, alguns com maior integração vertical e mais transações internas, outros com menos (COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013; FAN et al., 2009; GEORGE; KABIR, 2012). Muitos estão envolvidos com bancos e finanças, outros não possuem firmas afiliadas financeiras (KHANNA; YAFEH, 2007). Essas características permitem que os grupos empresariais superem as imperfeições do mercado, comumente encontradas nos países em desenvolvimento, reduzindo os custos de transação e aumentando o desempenho no mercado por meio de economias de escala e escopo (CHANG; CHOI, 1988).

Algumas características dos grupos empresariais são de extrema importância para entender a performance do grupo e das afiliadas, e neste estudo abordamos três delas: (i) o tamanho, (ii) a estrutura, e (iii) a diversificação. O tamanho do grupo é tido como uma importante característica que afeta o desempenho, porém há uma ampla discussão que aponta diferentes implicações do tamanho na performance (CARNEY et al., 2011). Os grupos maiores tendem a ter melhor desempenho que grupos menores (KHANNA; YAFEH, 2007), pois grupos com maior número de afiliadas têm condições de compartilhar mais recursos, como marca, relações com governo e infraestrutura (CHOI; COWING, 2002; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016). Podem se beneficiar de melhoria na reputação (MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005) como ter acesso a capital estrangeiro e recursos tecnológicos

com maior facilidade (KHANNA; PALEPU, 2000a). Além disso, grupos com mais afiliadas tendem a ter mais similaridades entre as firmas do que grupos com menos afiliadas, e isso pode trazer benefícios (CHU, 2004).

Um estudo de Choi e Cowling (2002) evidenciou que o número de firmas afiliadas ao grupo é de extrema importância e que pode ser interpretado como uma medida estratégica, pois verificaram que os *Chaebols* primeiro se expandiam para setores em que já tinham experiência, e depois diversificavam para novos setores, o que afetou positivamente a performance do grupo, enquanto a diversificação em si não foi significativa. O aumento de escala nos grupos empresariais leva a uma melhoria no desempenho do grupo como um todo (CARNEY et al., 2011), o que corrobora os estudos de Amsden e Hikino (1994), Claessens, Djankov e Lang (2000b) e Khanna e Yafeh (2007), que argumentam que a relação entre tamanho e melhoria na performance está ligada ao poder de mercado e ao poder político dos grupos empresariais.

No entanto, o tamanho também pode trazer deseconomias de escala organizacional (MCAFEE, R. P.; MCMILLAN, 1995), o que ocorre quando, passado um determinado tamanho, a quantidade de afiliadas exige mais níveis de gerenciamento, por exemplo, resultando em práticas ineficientes e falta de comunicação (CHARI; BANALIEVA, 2015). Além disso, informações sobre o mercado, aspectos operacionais e capacidades das firmas afiliadas podem ficar dispersos e pouco claros para os gestores, o que resulta em mais ineficiência (ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016). Ou seja, pode-se entender que quanto maior o número de firmas afiliadas e mais complexa a estrutura do grupo empresarial, maior a necessidade de gerenciamento e coordenação (WILLIAMSON, 1981), o que leva a um aumento de custos internos desproporcional aos benefícios advindos da escala (ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016).

A estrutura diz respeito ao posicionamento das firmas afiliadas dentro do grupo. A fim de compreender as características da estrutura dos grupos empresariais na Coreia do Sul, Almeida et al. (2010) utilizaram métricas de estrutura como posição, centralidade e propriedade das firmas afiliadas ao grupo. Entre outras coisas, a pesquisa sugere que *Chaebols* não são profundos, ou seja, os grupos não têm mais do que três *layers*. As empresas mais antigas são as responsáveis por adquirir novas empresas para o grupo, e há um grande número de firmas controladas diretamente pela família. Além disso, os *Chaebols* têm, em média, 13 anos e 190 funcionários. Firms afiliadas nos *layers* intermediários tendem a ser

públicas, e firmas afiliadas nos *layers* inferiores tendem a ser mais novas e menores. E firmas controladas diretamente pelo grupo apresentam maior lucratividade que firmas controladas via pirâmide (ALMEIDA et al., 2010).

Outro estudo mostrou que os grupos empresariais desenham a estratégia de investimento com base no posicionamento de suas firmas afiliadas. As empresas na periferia do grupo, ou em níveis mais distantes da *holding*, tendem a fazer investimentos de alto risco, já as firmas mais próximas da *holding* optam por investimentos mais seguros. Se o investimento de alto risco não for lucrativo, o grupo vende as firmas afiliadas ligadas àquele investimento, sem precisar se desfazer das empresas *core* do grupo, em que os acionistas têm maior controle acionário (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014). Esse estudo mostrou ainda que os bancos posicionados nos níveis mais distantes da *holding* tinham menor performance do que os bancos posicionados próximos da *holding* (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014). Isso confirma o estudo de Almeida e Wolfenzon (2006), que evidenciou que as famílias posicionam as firmas afiliadas mais novas no grupo, com menor lucratividade, nos níveis mais baixos da pirâmide.

Fan, Wong e Zhang (2012) também utilizaram métricas de estrutura para compreender as características dos grupos empresariais formados pelo governo na China. Observaram que governos locais formam pirâmides mais largas devido à redução de custos políticos, uma vez que, quanto mais níveis possui a pirâmide, maior a possibilidade de um aumento de custos de agência, devido ao maior custo de monitoramento das firmas afiliadas (FAN; WONG; ZHANG, 2012). O estudo de Gaviols, Hirsh e Kaufman (2015) evidenciou, por meio de métricas de estrutura, que a intensidade de investimento em inovação aumenta quanto mais a firma estiver nos níveis mais baixos da pirâmide, o que pode sugerir que são firmas mais novas, conforme proposto por Almeida et. al (2010), ou firmas mais arrojadas (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014).

Por meio desses artigos (ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012) e da teoria sobre o desenvolvimento da estrutura piramidal dos grupos empresariais, de Almeida e Wolfenzon (2006) e Morck et. al (2005), estão sendo considerados neste estudo dois padrões de estrutura: (i) a estrutura em que há mais firmas afiliadas mais próximas da *holding*; e (ii) a estrutura em que há concentração de mais firmas afiliadas mais distantes da *holding*. Os acionistas majoritários vão investir e alocar firmas mais novas e ousadas mais distantes da *holding*, pois

caso não sejam atrativas poderão ser expurgadas, e eles serão pouco prejudicados, considerando que na estrutura piramidal os acionistas têm mais propriedade das firmas mais próximas da *holding*. Além disso, tais acionistas não estão necessariamente interessados na performance do grupo como um todo, pois estão olhando o seu ganho e não o impacto do grupo na economia ou na cobertura de falhas institucionais. Assim, o que lhes interessa é ter firmas lucrativas próximas da *holding*, as quais lhes darão maior lucratividade.

Adicionalmente, os grupos são considerados instrumentos para atingir objetivos políticos e econômicos do governo (YIU et al., 2007), e o governo tem força suficiente para influenciar as operações e processos das firmas (PEARCE, 2001). Por outro lado, os acionistas majoritários dos grupos também influenciam o governo (BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2011; COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013; MORCK; YEUNG, 2003), e por meio de diversificação e expansão podem ter maior acesso aos políticos, aos processos legislativos e regulatórios (HILLMAN; ZARDKOOHI; BIERMAN, 1999), receber tratamento preferencial (FACCIO, 2006) e acesso facilitado a financiamentos (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008). É como se houvesse uma dependência mútua entre governo e grupo empresarial (PEARCE, 2001).

Com referência à diversificação, ela é considerada uma das características fundamentais dos grupos empresariais, pois por seu intermédio é possível compreender questões econômicas e políticas (GHEMAWAT; KHANNA, 1998; KHANNA; YAFEH, 2005; SCHNEIDER, 2009a, 2009b). Por definição, a diversificação é a atuação de firmas em múltiplos setores, seja pelo desenvolvimento interno de novos negócios ou por meio de fusões e aquisições, que acarretem mudanças na estrutura administrativa, outros negócios ou sistemas empresariais (RAMANUJAM; VARADARAJAN, 1989). Na matriz Produto/Mercado de Ansoff (1965), a diversificação ocorre com a entrada em um novo mercado e com novo produto. Alguns autores ainda consideram a diversificação como a entrada, não apenas em novos setores, como em novas linhas de produtos (CHANG; HONG, 2002; KHANNA; PALEPU, 2000a; RUMELT, 1982). Também pode ocorrer a redução da diversificação, com a saída do grupo de algum setor em que atua (CUERVO-CAZURRA, 2006). Há uma vasta literatura que explora a importância da diversificação no desenvolvimento e crescimento dos grupos empresariais (CHOI; COWING, 2002; KHANNA; PALEPU, 1997; SCHNEIDER, 2009b).

A estratégia de diversificação dos grupos empresariais pode ser explicada por meio de quatro principais justificativas: (i) poder de mercado, (ii) recursos relacionados, (iii) alocação de

capital, e (iv) distorções políticas. Com relação ao poder de mercado, a presença do grupo em diferentes indústrias pode aumentá-lo, uma vez que terá mais poder de barganha e mais relações entre as empresas afiliadas (GHEMAWAT; KHANNA, 1998; MONTGOMERY, 1994). Ghemawat e Khanna (1998) argumentam que os concorrentes multimercados reconhecem sua dependência mútua e sustentam uma colusão tácita em toda a gama de mercados em que atuam.

A estratégia de diversificação também pode ser entendida como forma de empregar recursos comuns ou complementares. Ou seja, mesma planta, tecnologia, marca, e sistemas de distribuição (GHEMAWAT; KHANNA, 1998; MONTGOMERY, 1994). Se o grupo possui recursos que podem ser comuns, isso lhe confere uma vantagem competitiva que não pode ser explorada pelo mercado (WILLIAMSON, 1975). Com relação à estratégia de diversificação devido à alocação de capital, há uma gama de trabalhos que argumentam que os grupos crescem e se diversificam para diferentes setores de modo a facilitar a alocação de capital dentro do grupo. Instituições financeiras podem hesitar em fornecer capital para empresas de países emergentes devido às frágeis instituições; dessa forma, o grupo pode superar essa barreira e transacionar capital entre as firmas do grupo, como ocorre no Japão com os *Keiretsu* (AOKI, 2001) e na Coreia do Sul com os *Chaebols* (ALMEIDA et al., 2010).

Por fim, a estratégia de diversificação pode ser um meio de obter apoio político, de fazer lobby com os políticos, e de crescer devido a distorções políticas que ocorrem no país. A influência política que os grupos possuem pode ser uma forma de reduzir o nível de competitividade econômica, ainda mais quando o governo possui um papel influente na economia do país (KHANNA; RIVKIN, 2001). Pelo fato de o grupo possuir inúmeras firmas afiliadas, os favores obtidos por meio de relações políticas podem ser deslocados de uma firma afiliada para outra, e, dessa forma, o grupo tem incentivos para investir em relações políticas (KHANNA; RIVKIN, 2001; SCHNEIDER, 2009b).

De forma geral, estudos têm mostrado que o crescimento dos grupos empresariais ocorre por meio de atividades que aumentam a sua diversificação, e muitos trabalhos apontam alteração na performance quando o grupo modifica seu escopo de operação ou sua diversificação (CARNEY et al., 2011). Alguns estudos demonstram como a diversificação afeta a performance das firmas afiliadas, porém não há consenso sobre as implicações positivas ou negativas no seu desempenho (CLAESSENS; FAN; LANG, 2006; KHANNA; PALEPU, 2000a). Alguns autores argumentam que firmas afiliadas aos grupos empresariais mostram

melhor performance do que firmas não afiliadas; por exemplo, Khanna e Palepu (2000a) observaram que, na Índia, firmas afiliadas a grupos diversificados tendem a ter melhor performance. Já Luo e Chung (2013) evidenciaram que em Taiwan as firmas afiliadas aos grupos diversificados tendem a ter performance positiva devido aos laços sociais e institucionais. Elango, Pattnaik e Wieland (2016) sugerem que a adesão a um grupo empresarial contribui em até 6% da variação do desempenho das empresas afiliadas, e que a diversificação, idade e internacionalização do grupo influenciam essa performance.

Por outro lado, há estudos que mostram que firmas afiliadas a grupos diversificados tendem a ter pior performance. Por exemplo, Lins e Servaes (1999) mostraram que no Japão firmas afiliadas a grupos diversificados têm pior desempenho. Confirmando esse resultado do Japão, Claessens, Fan e Lang (2006) evidenciaram que firmas afiliadas a grupos diversificados na Ásia tendem a ter pior performance. Ainda há um terceiro grupo que propõe que o desempenho das firmas afiliadas varia conforme o ambiente em que o grupo está inserido (KHANNA; YAFEH, 2005). Por exemplo, George e Kabir (2012) mostraram que a relação entre a afiliada diversificada e a performance vai variar conforme os tipos de propriedade - quando os donos do grupo são estrangeiros, a firma afiliada diversificada tem melhor performance.

O trabalho de Carney et al. (2011) explorou os efeitos de diversificação e tamanho (escala) dos grupos empresariais, e evidenciou que o tamanho do grupo tem efeito positivo na performance do grupo, mas quando mediado por diversificação a performance torna-se negativa (CARNEY et al., 2011). Esse achado demonstra que a performance é melhorada conforme aumenta o tamanho do grupo (CLAESSENS; DJANKOV; KLAPPER, 2000; KHANNA; PALEPU, 1997; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005); no entanto, ao contrário do proposto por Khanna e Palepu (1997) e Chang e Hong (2000), a diversificação não melhora a performance, o que vai ao encontro do argumento de Hoskisson et al. (2005), que sugerem que os custos internos são maiores que os benefícios da diversificação (CARNEY et al., 2011). Ou seja, a diversificação dos grupos empresariais pode ser mais bem interpretada como um custo de fazer negócios em seus contextos institucionais, e não como uma fonte de vantagem competitiva em si mesma.

A diversificação e a performance do grupo empresarial precisam ser mais bem exploradas. Apesar de haver estudos que argumentam teoricamente que a diversificação impacta de forma positiva a performance dos grupos (CHANG; HONG, 2000; KHANNA; PALEPU, 1997), é

necessário verificar empiricamente como isso ocorre, considerando a estrutura complexa que os grupos desenvolvem (HOLMES et al., 2015).

Apesar de haver muitos estudos sobre firmas afiliadas, há necessidade de trabalhos empíricos sobre a performance do grupo como um todo (HOLMES et al., 2015). Uma das dificuldades com relação à performance dos grupos é a necessidade de distinguir entre performance da firma afiliada e performance do grupo empresarial, pois nem sempre o desempenho da firma afiliada vai refletir o desempenho do grupo como um todo (CARNEY et al., 2011; HOLMES et al., 2015). A performance do grupo não é simples de ser medida, pois nem todas as firmas afiliadas disponibilizam suas informações, e, às vezes, os laços entre as firmas que fazem parte do grupo não são claros, sendo complicado definir as fronteiras dos grupos empresariais (KHANNA; RIVKIN, 2006).

A escassez de evidências ao nível dos grupos é preocupante, porque alguns dos principais argumentos teóricos que sugerem que os grupos empresariais têm desempenho superior enfatizam sua escala agregada e eficiências de escopo. Por exemplo, é amplamente alegado que as vantagens de desempenho dos grupos empresariais são função do seu poder de mercado e capacidade de exercer influência política (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000a; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005). Da mesma forma, o argumento central de Khanna e Palepu (2000a) também se refere ao nível de análise do grupo, pois o sucesso dos grupos empresariais nos mercados emergentes é atribuído à sua capacidade de imitar as instituições de mercado. Assim, parece haver uma "desconexão" na literatura de grupos empresariais entre teorias que enfatizam fenômenos ao nível do grupo e estudos empíricos que examinam o desempenho ao nível das afiliadas. Portanto, são necessários mais estudos sobre o tema, que focalizem a performance do grupo e não somente a performance das firmas afiliadas (CARNEY et al., 2011; HOLMES et al., 2015).

2.4 Hipóteses

A primeira hipótese refere-se ao tamanho dos grupos empresariais em termos do número de firmas afiliadas. A quantidade de firmas afiliadas melhora a performance do grupo (GUILLÉN, 2000; KHANNA; YAFEH, 2007), e vários benefícios podem ser elencados, tais como: aumento de escala; redução de custos; melhora de reputação com parceiros e clientes,

que leva a um melhor acesso a capital e tecnologia; grupos com maior número de afiliadas têm condições de compartilhar mais recursos, como marca, relações com governo e infraestrutura (CHOI; COWING, 2002; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016). O aumento de escala nos grupos empresariais pode gerar melhor performance para o grupo, como verificado por Carney et al. (2011). No mesmo sentido, estudos de Amsden e Hikino (1994), Claessens, Djankov e Lang (2000b), e Khanna e Yafeh (2007) evidenciaram que a relação entre tamanho e melhoria da performance está relacionada com poder de mercado e poder político dos grupos empresariais. Para tanto, propõe-se a seguinte hipótese:

H1) O efeito do tamanho afeta positivamente a performance dos grupos empresariais.

Entretanto, como já visto na revisão de literatura, grupos possuem diferentes estruturas e, dependendo da estrutura e de onde está concentrado o número de firmas afiliadas, pode haver maiores custos organizacionais intra-grupo (HOSKISSON et al., 2005). Estudos evidenciaram que firmas afiliadas mais distantes da *holding* tendem a ter menor lucratividade do que firmas controladas diretamente pela *holding* (ALMEIDA et al., 2010). Outro estudo mostrou que quanto mais níveis tiver a pirâmide maiores os custos de agência (FAN; WONG; ZHANG, 2012). Considerando-se que grupos tendem a pertencer a estruturas de governança hierárquicas em que há maior necessidade de controle hierárquico sobre as firmas afiliadas, isso eleva os custos organizacionais e esse aumento dos custos organizacionais tende a aumentar quanto maior o número de firmas afiliadas e mais layers dentro do grupo.

Com isso, considera-se que estruturas com a concentração de firmas mais próximas da *holding* tendem a ter menos custos organizacionais (HOSKISSON et al., 2005), impactando positivamente a performance do grupo como um todo. Entretanto, caso a estrutura dos grupos empresariais tenha maior concentração de firmas afiliadas mais distantes da *holding*, há maior necessidade de controle dentro da estrutura de governança hierárquica, o que eleva os custos organizacionais. Esse raciocínio vai ao encontro dos argumentos de Bunkanwanicha, Gupta e Wiwattanakantang (2014), de que bancos posicionados nos níveis mais distantes da *holding* apresentavam menor performance do que aqueles posicionados próximos da *holding* (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014), o que pode impactar

negativamente a performance do grupo como um todo. Também corrobora o estudo de Almeida et al. (2010), em que nos *layers* inferiores há maior número de firmas mais novas e menores, e que firmas controladas via pirâmide e mais distantes da *holding* tendem a ter menor lucratividade.

A decisão do posicionamento das firmas afiliadas vem dos acionistas majoritários (ALMEIDA et al., 2010) que, teoricamente, pensam primeiro em seus ganhos e depois nos ganhos ao nível do grupo e das afiliadas. Como numa estrutura piramidal os acionistas majoritários têm maior propriedade em firmas mais próximas da *holding*, eles irão escolher colocar as firmas mais lucrativas para eles próximas da *holding*. Pode-se questionar, então, por que o interesse em ter grupos empresariais com estruturas de concentração de firmas mais distantes da *holding*? Pois, por meio desta estrutura, é possível posicionar firmas mais novas que corram maior risco e que sejam interessantes em termos políticos e de relacionamento com o governo, não afetando os ganhos dos acionistas majoritários.

Para isso propõe-se a seguinte hipótese:

H2) O efeito da estrutura com maior concentração de firmas afiliadas mais próximas da holding afeta positivamente a performance dos grupos empresariais.

Embora os argumentos colocados na Hipótese H1 demonstrem que o tamanho impacta positivamente a performance dos grupos empresariais, em quais tipos de estrutura esse tamanho é benéfico? Existe um limite para a quantidade de firmas afiliadas na estrutura que impactam a performance (CHOI; COWING, 2002)? Organizar um grupo empresarial em uma estrutura com maior concentração de firmas afiliadas mais próximas à *holding* pode reduzir o efeito positivo do tamanho sobre a performance. Ou seja, a interação entre tamanho e estrutura pode apontar que existe um limite para que o tamanho, em termos de número de firmas afiliadas, tenha efeito positivo na performance; um limite de concentração de firmas mais próximas da *holding* tende a ter efeito positivo, mas isso não vale para qualquer tamanho distribuído na estrutura (CHOI; COWING, 2002; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016). Ou seja, a estrutura dos grupos empresariais modera negativamente a relação entre tamanho e performance, pois se o número de firmas afiliadas mais próxima da

holding ultrapassar um determinado limite, como já especificado por Choi, Cowing (2002) e Elango et. al (2016) os custos organizacionais acabam por sobrepor os benefícios gerados com a estrutura de concentração de firmas afiliadas mais próximas da holding. Para abordar este aspecto, propõe-se a seguinte hipótese:

H3) A interação da estrutura com maior concentração de firmas afiliadas mais próximas da holding com o tamanho reduz a performance ao nível do grupo empresarial.

Finalmente, mas não menos importante, a quarta hipótese aborda a relação entre diversificação e performance. Já foi mencionado que há uma ampla discussão sobre os efeitos da diversificação das firmas afiliadas. E existem evidências de que a diversificação reduz o efeito do tamanho na performance dos grupos empresariais como um todo (CARNEY et al., 2011). Há também evidências de que quanto maior a diversificação, maior os custos organizacionais devido ao aumento de complexidade dos grupos empresariais. A questão que se levanta refere-se ao tipo de estrutura no qual a diversificação é prejudicial à performance dos grupos empresariais. O aumento da quantidade de setores aumenta o custo organizacional dos grupos empresariais (HOSKISSON et al., 2005), mas, dependendo de onde está localizada essa concentração na estrutura do grupo, ela pode melhorar a performance. A diversificação concentrada mais próxima da *holding* pode afetar positivamente a performance, uma vez que é possível reduzir o controle hierárquico sobre as firmas afiliadas e isso leva a redução de custos organizacionais. No entanto, a diversificação mais distante da *holding* pode gerar maiores custos organizacionais, pois são mais *layers* e são diferentes setores para gerenciar; ou seja, uma estrutura mais complexa, o que pode provocar uma elevação nos custos organizacionais. Para isso propõe-se a seguinte hipótese:

H4) A concentração da diversificação mais próxima da holding afeta positivamente a performance ao nível do grupo empresarial.

3 METODOLOGIA

Com o intuito de mensurar as implicações empíricas propostas na parte 2 deste trabalho, foi utilizado o método quantitativo de pesquisa. Este capítulo apresenta: (i) a unidade de análise, (ii) a descrição da coleta de dados, (iii) a descrição das variáveis, e (iv) os métodos estatísticos utilizados.

3.1 Unidade de análise

A unidade de análise utilizada nesta pesquisa é o grupo empresarial. O grupo empresarial é definido como um conjunto de firmas legalmente independentes (firmas afiliadas) controladas por uma *holding*. O grupo empresarial é uma forma organizacional presente no mundo inteiro, e de grande importância para a economia (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). O critério utilizado para definir o grupo empresarial é o de propriedade, o mesmo empregado pela principal revista brasileira que publica anualmente o *ranking* dos 200 maiores grupos brasileiros, classificados por receita líquida (VALOR ECONÔMICO, 2016). Este critério de propriedade já foi utilizado por pesquisadores em outros países como por exemplo: na Índia (FISMAN; KHANNA, 2004), na Coreia do Sul (ALMEIDA et al., 2010; CHANG; HONG, 2000), na China (HE et al., 2013), na Rússia (ESTRIN; POUKLIAKOVA; SHAPIRO, 2009) e na Tailândia (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014).

Apesar de os grupos empresariais desempenharem um papel de extrema importância no Brasil, dados financeiros sobre os grupos e suas afiliadas são difíceis de obter. Poucos são os grupos que têm sua *holding* com capital aberto, por volta de 40% a 50%, e em menor quantidade são as firmas afiliadas com capital aberto, cerca de 10% (XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013). Isto representa um viés nos dados e dificulta desenvolver análises financeiras sobre os grupos. No entanto, no Anuário Valor Grandes Grupos - 200 Maiores, é possível ter acesso à estrutura dos grupos empresariais, como a quantidade de firmas afiliadas, número de *layers*, estrutura de propriedade, posição das firmas afiliadas dentro do grupo, número de setores em que o grupo atua, controladores do grupo. Dessa forma, é possível analisar a estrutura, o tamanho e a diversificação dos grupos empresariais.

O período analisado foi de 2001 a 2013, pois este foi o período em que houve maior estabilidade econômica no Brasil e, com isso, maior crescimento das firmas; assim, a

estabilidade macroeconômica e institucional possibilitou uma melhor análise sobre o fenômeno que se pretendeu estudar (XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013). A estrutura destes grupos foi medida ano a ano nesses 13 anos e, com isso, foi possível atingir os objetivos propostos no projeto. O Brasil foi escolhido pela facilidade de acesso aos dados da publicação acima mencionada, e por haver um certo equilíbrio nos tipos de estrutura dos grupos empresariais no país. Após análise minuciosa dos dados, notou-se que 68% dos grupos empresariais brasileiros com *holding* de capital aberto apresentam uma estrutura de concentração de firmas afiliadas mais próximas da *holding*, e 32% possuem estrutura com a concentração de firmas afiliadas mais distantes da *holding*. Mais detalhes sobre esses dados estão na Tabela 4 e na explicação sobre a variável independente “estrutura”, mais adiante. Além disso, há pouca exploração desses dados nas pesquisas nacionais e internacionais, e, dessa forma, coletaram-se dados inovadores. No início do projeto houve a tentativa de explorar dados de grupos empresariais de outros países e fazer um estudo comparativo, porém não foi possível obter os recursos necessários para ter acesso às bases de dados internacionais.

3.2 Dados

Nesta pesquisa foi utilizada a base de dados dos 200 maiores grupos empresariais, que constam do Anuário Valor Grandes Grupos – 200 Maiores, por ser a única base de dados que contém a relação e a estrutura de propriedade, bem como o detalhamento da tipologia dos grupos empresariais. Outros estudos já utilizaram essa mesma unidade de análise com base neste *ranking*, em edições anteriores (ALDRIGHI; POSTALI, 2010; COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013; XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013). Foram considerados apenas os grupos empresariais em que a *holding* tem capital aberto, pois isto facilitou o acesso aos dados sobre o controlador. A mostra contou com 127 grupos, uma média de 80 grupos empresariais por ano, com 1.012 observações, no total de 13 anos. É um painel desbalanceado, uma vez que nem todos os grupos permaneceram no *ranking* ao longo dos 13 anos, além de haver grupos que foram adquiridos por outros. A limpeza dos dados foi feita excluindo-se os grupos financeiros com *holding* de capital aberto, seguida da limpeza de números extremos (*outliers*) da amostra.

As bases de dados desta pesquisa foram desenvolvidas a partir de três fontes de dados secundários: (i) A primeira delas é o Anuário Valor Grandes Grupos – 200 Maiores, do jornal Valor Econômico, que traz os 200 maiores grupos brasileiros ranqueados por receita líquida.

Por meio dessa revista foi possível fazer uma coleta individual sobre: receita líquida, lucro líquido e patrimônio líquido dos grupos empresariais (XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013), bem como calcular o número de *layers* (ALMEIDA et al., 2010; FAN; WONG; ZHANG, 2012) de cada grupo, contar o número de firmas afiliadas por grupo empresarial (CHOI; COWING, 2002), calcular a diversificação do grupo como um todo, e, de cada *layer*, calcular a integração vertical (KHANNA; YAFEH, 2007), calcular o nível de concentração por setor, e contar o número e a posição das firmas financeiras afiliadas (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014).

O pesquisador entrou em contato com o coordenador da Valor Dados e obteve a informação de que os dados financeiros do Anuário são consolidados por grupo, com base na documentação contábil oferecida por cada grupo à empresa DYB Serviços Administrativos Ltda., em parceria com o Valor (VALOR ECONÔMICO, 2016). Além disso, foi questionada a abrangência dos dados da publicação:

“A pesquisa de Valor Grandes Grupos procura apresentar a estrutura societária completa de cada organização presente no anuário. Por meio da análise de documentos públicos (atas de reuniões e assembleias, notas explicativas das demonstrações financeiras, comunicados ao mercado, avisos sobre eventos societários, e compra e venda de empresas e de participação no capital de empresas), além de checagem com os grupos. Por vezes, em razão da indisponibilidade de informação, não é possível alcançar o número completo de empresas que constituem cada organização. Quando isso acontece, procura-se apresentar ao menos as empresas mais representativas nos negócios de cada grupo. A indisponibilidade de informação decorre principalmente da não obrigatoriedade da divulgação de balanços, no Brasil, das empresas de capital fechado”.

Frente a essa informação, notou-se o viés de seleção que poderia ocorrer nos dados do Anuário Valor Grandes Grupos – 200 Maiores. Visto que não seria possível ter acesso a todos os dados, coube ao pesquisador tentar antecipar algum tipo de viés. Se essa omissão fosse randômica seria o ideal, mas se os dados faltantes não fossem aleatórios poderia haver algum

viés de seleção, ou seja, prejudicaria a capacidade de validade externa dos dados. Assim, foram propostas no modelo estatístico algumas técnicas para diminuir o problema de validade externa e variáveis omissas.

(ii) Como segunda fonte foram utilizados os dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos quais foi possível ter acesso aos Acordos de Acionistas e neles obter: nível de governança corporativa da BM&FBovespa e tipos de acionistas controladores; (iii) como terceira fonte foi utilizada a base de dados da Economática, por meio da qual foi possível verificar quais *holdings* eram de capital aberto, e quais novas *holdings* haviam aberto o capital, para validar a base de dados do Valor Econômico. (iv) Como quarta fonte de dados, foi consultado o site institucional de cada um dos grupos empresariais, em que foi possível analisar o ano de fundação, se foi fundado por uma família, e se o grupo era brasileiro ou internacional.

3.3 Variáveis

As variáveis escolhidas para responder a pergunta de pesquisa proposta dizem respeito a medidas de mensuração da estrutura dos grupos empresariais, bem como ao tamanho dos grupos e à diversificação. A Tabela 3 apresenta resumidamente a descrição de cada uma das variáveis utilizadas.

3.3.1 Variável dependente

As variáveis dependentes utilizadas nessa pesquisa foram a **Performance** utilizando-se **lucro líquido (ln)** e a **performance** utilizando-se **lucro líquido sobre vendas (ln)**. O intuito era analisar de que forma a estrutura modera a relação entre o tamanho ou a diversificação dos grupos empresariais na performance dos grupos como um todo. As variáveis utilizadas são uma dimensão de rentabilidade, definida como a eficiência de uma organização na utilização de fatores de produção para gerar ganhos (HAMANN et al., 2013). O domínio conceitual de performance pode ser especificado apenas relacionando-o à eficácia organizacional. Esta é definida como o grau em que as organizações estão alcançando todos os propósitos que deveriam (STRASSER et al., 1981). As organizações obtêm diferentes avaliações de eficácia com base em diversos grupos, ou seja, a eficácia organizacional abrange performance e outros conceitos de desempenho, como desempenho ambiental ou social corporativo, que são relevantes para a prática e a pesquisa. Na literatura de gestão estratégica, os pesquisadores concentram-se no desempenho operacional e performance (VENKATRAMAN;

RAMANUJAM, 1986). O desempenho operacional refere-se ao cumprimento de objetivos operacionais em diferentes atividades da cadeia de valor que podem levar à performance posterior (HAMANN et al., 2013). Já a performance consiste em indicadores de desempenho que apontam a eficácia operacional da empresa, como aumento de vendas, crescimento do *market share*, e ganhos como lucratividade.

Khanna e Rivkin (2001) utilizaram uma medida similar para mensurar a performance dos grupos empresariais, o lucro operacional, ao invés do lucro líquido. Esses autores fizeram um estudo comparativo entre grupos de diferentes países e observaram que os impostos variam de país para país, e que seria impreciso utilizar o lucro líquido. Porém esta pesquisa focaliza apenas o Brasil, e grupos empresariais com *holding* de capital aberto, sendo possível ter acesso aos dados consolidados do grupo, conforme as normas contábeis vigentes no país.

A medida de performance de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) foi utilizada no teste de robustez dos modelos propostos. Esta medida foi empregada em diversos estudos, como o de Yang e Schwarz (2016), em que é feito um comparativo entre performance ao nível do grupo e performance ao nível da firma afiliada, dado o controle excessivo dos acionistas majoritários.

3.3.2 Variáveis Independentes

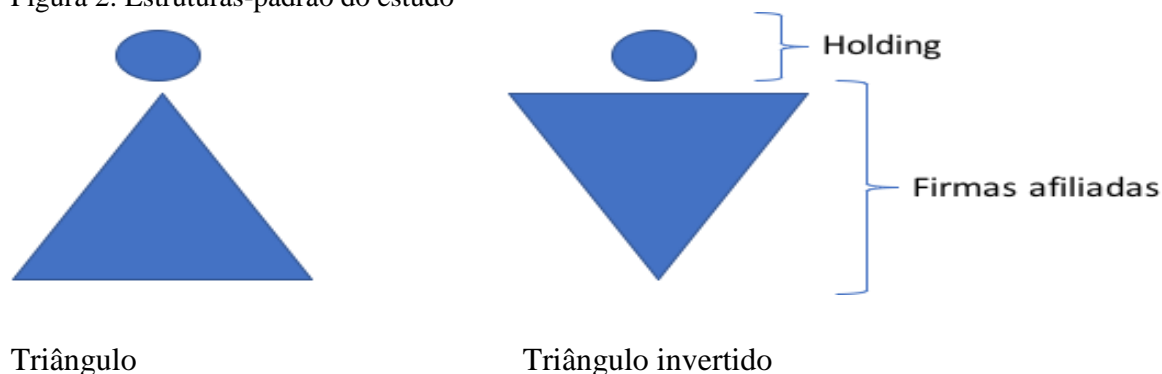
Neste estudo foram utilizadas três variáveis independentes: a primeira delas foi o **Tamanho**, medido pelo número de firmas afiliadas ao grupo; por meio dessa medida foi possível mensurar o tamanho dos grupos empresariais (MAHMOOD; ZHU; ZAJAC, 2011). Esta variável foi construída pela soma do número de empresas afiliadas aos grupos empresariais por ano, utilizando o Anuário Valor Grandes Grupos. Carney et al. (2011) também consideram o número de empresas afiliadas uma medida importante para o tamanho do grupo empresarial. No estudo de Choi e Cowing (2002) foi evidenciado que a performance do grupo aumenta conforme o tamanho do grupo aumenta, em termos de firmas afiliadas.

A segunda variável independente é a **estrutura** dos grupos empresariais. A estrutura dos grupos é uma variável *dummy* “1”, quando a concentração de firmas afiliadas está no primeiro *layer* do grupo empresarial (mais próxima da *holding*). E “0” quando a concentração de firmas afiliadas está acumulada a partir do segundo *layer* da estrutura do grupo empresarial (mais distante da *holding*). A medida de estrutura foi baseada em estudos como o de Almeida et al. (2010), que para compreender as características da estrutura piramidal dos *Chaebols*

desenvolveu algumas medidas, e uma delas foi a contagem de *layers* dentro do grupos empresariais. A pesquisa de Bunkanwanicha, Gupta e Wiwattanakantang (2014) usou a medida de *layers* para compreender o posicionamento de firmas afiliadas financeiras distantes da *holding*. Estudo de Fan, Wong e Zhang (2012) também utilizou a medida de *layers* para analisar o comportamento das pirâmides chinesas. Além disso, o estudo de Choi e Cowing (2002) empregou a métrica de concentração de firmas afiliadas para medir o tamanho dos grupos empresariais.

Com base nestes estudos, foi possível identificar dois padrões de estrutura dos grupos, os que têm firmas afiliadas mais concentradas próximas da *holding* e os que possuem estrutura com a concentração de firmas afiliadas mais distantes da *holding*. Utilizando-se a medida de *layers* (ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012) e de concentração de firmas afiliadas aos grupos empresariais (CHOI; COWING, 2002), foram encontrados dois padrões de estrutura dos grupos: grupos com formato de triângulo – neste estudo denominado estrutura -, os quais têm menor concentração de firmas afiliadas próximas da *holding* e maior número de firmas afiliadas a partir do segundo *layer* da pirâmide. E grupos com formato de triângulo invertido – neste estudo denominado I-estrutura -, os quais apresentam maior concentração de firmas afiliadas próximas da *holding* e menor concentração de firmas afiliadas a partir do segundo *layer* da pirâmide.

Figura 2: Estruturas-padrão do estudo



A terceira variável independente é a **diversificação por *layer***. A diversificação é uma das características fundamentais dos grupos empresariais, pois por meio dela é possível compreender questões econômicas e políticas (GHEMAWAT; KHANNA, 1998; KHANNA; YAFEH, 2007; SCHNEIDER, 2009b). Por definição, a diversificação é a atuação de firmas em múltiplos setores, seja pelo desenvolvimento interno de novos negócios, seja por meio de

fusões e aquisições, que acarretem mudanças na estrutura administrativa, outros negócios ou sistemas empresariais (RAMANUJAM; VARADARAJAN, 1989). No caso dos grupos empresariais a diversificação foi medida conforme estudo de Khanna e Palepu (2000a), utilizando-se uma classificação equivalente de SIC para empresas brasileiras, pois a classificação já existe no Brasil - classificação setorial do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013). Uma categoria SIC de dois dígitos foi atribuída a cada empresa, e criada uma medida de diversificação para o grupo, em função das indústrias primárias de cada uma das suas firmas afiliadas (KHANNA; PALEPU, 2000c).

Com base nessa classificação foi feita a coleta de dados de **diversificação por layer** do grupo empresarial, ou seja, foi medida a diversificação de cada *layer* em cada grupo, para compreender se o maior ou menor número de setores (GEORGE; KABIR, 2012) por *layer*, distribuídos na estrutura do grupo, afetava a performance do grupo como um todo, devido à dificuldade de gerenciamento (WILLIAMSON, 1981). O intuito era estender a pesquisa de Carney et al. , em que foi verificado que a diversificação, quando modera a relação entre o tamanho do grupo empresarial e a performance, tende a afetar negativamente a performance ao nível do grupo. No entanto, os autores evidenciaram a necessidade de aprofundar a questão da diversificação e entender em quais situações ela afeta negativamente a performance. Para tanto, foi necessária a coleta de dados de diversificação por *layer*. A variável utilizada foi o percentual de setores no primeiro *layer* e o percentual de setores a partir do segundo *layer* dos grupos empresariais. Na base de dados coletada e analisada, apenas 17 observações tinham o mesmo número de setores por *layer*; nesse caso foi usada a premissa de Costa, Bandeira-de-Mello e Marcon (2013), de que a *holding* é considerada uma firma afiliada aos grupos empresariais do primeiro *layer*.

Ainda como variáveis independentes, foram utilizadas no teste de robustez: (i) a variação do número de firmas afiliadas, e (ii) a diversificação por *layer* como *dummy*. A variação do número de firmas afiliadas foi utilizada com o intuito de testar as alterações no número de firmas afiliadas ao longo dos anos, e, desta forma, capturar quão variáveis, dependendo da estrutura, são as entradas e saídas de firmas afiliadas aos grupos empresariais. Com relação à diversificação por *layer* (*dummy*), ela teve como intuito fazer o mesmo teste da medida de diversificação por *layer* como percentual da quantidade de setores; no entanto, considerando *dummy* “1” se a diversificação é maior no primeiro *layer* da estrutura do grupo empresarial, e “0” em caso contrário.

3.3.3 Variáveis de Controle

Acionista controlador: propõe-se utilizar o Acordo de Acionistas para verificar quem é o acionista controlador, pois nem sempre o controlador é majoritário. No Brasil, há uma diferença entre o acionista majoritário com direito a voto (ações ordinárias) e o acionista controlador. Há grupos em que não há acionista controlador, mesmo havendo acionistas majoritários; há casos em que o controlador não é o majoritário com maior número de ações; e, por fim, há casos em que o controlador é o principal majoritário. Segundo a Lei 6404/76, o acionista controlador deve possuir duas características que devem ser simultaneamente exercidas:

“(i) ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (PORTAL DO INVESTIDOR, 2015).”

O acionista controlador pode ser Governo, Família ou Empresa Privada (YANG; SCHWARZ, 2016). Neste estudo foram codificados como *dummy* essas três variáveis, definidas como:

Controle Familiar: quando a família é o acionista majoritário do grupo empresarial, e que efetivamente utiliza seu poder para dirigir a empresa e orientar as decisões do grupo (ALMEIDA et al., 2010; CUERVO-CAZURRA, 2006). Para a variável de controle familiar foi utilizada uma *dummy* ‘controle familiar’ codificada como “1”, se a família é a controladora, e “0” em caso contrário. Essa variável foi utilizada na pesquisa de Yeh e Woidtke (2005), pelo *ultimate ownership* do grupo.

Controle Profissional: quando o controlador majoritário é uma empresa privada, por exemplo, um fundo de investimentos (CUERVO-CAZURRA, 2006). Essa variável é uma *dummy* classificada como “1” quando é um controle profissional, e “0” em caso contrário.

Controle Governamental: quando o controlador majoritário é uma empresa estatal ou o próprio governo (FAN; WONG; ZHANG, 2012). Essa variável é uma *dummy* classificada como “1” quando é um controle do governo, e “0” em caso contrário.

Layers: essa variável representa o número de níveis da pirâmide, ou o número de camadas de firmas afiliadas. Por meio dessa variável tem-se o tamanho da estrutura piramidal. Essa variável foi utilizada na pesquisa de Fan, Hong e Zang (2012), em que eles mediram os *layers* dos grupos empresariais estatais na China. O estudo de Bunkanwanicha, Gupta e Wiwattanakantang (2014) também utilizou essa medida de *layers* para mensurar a extensão dos grupos na Tailândia.

HHI: é definido como a soma dos quadrados do número de empresas afiliadas de cada setor por grupo. Ele varia de 0 (competitivo ou igualmente distribuído) a 1 (monopolista ou dominado por um setor) (BESANKO et al., 2012; RAMA, 2011). Esta medida é usada como concentração de participação de mercado por empresa, ou concentração de vendas em uma empresa (GORMLEY; MATSA, 2016). A classificação do índice proposto por Besanko et al. (2012) é a seguinte: quando o valor é inferior a 0,2, o grupo é considerado como tendo uma baixa concentração por setor; entre 0,2 e 0,6, o grupo é considerado como tendo uma concentração média por setor; acima de 0,6 significa alta concentração por setor (GEORGE; KABIR, 2012).

Diversificação geral: a variável diversificação média dos grupos foi a base da variável diversificação por layer, medida por meio da métrica utilizada por Khanna e Palepu (2000a), utilizando-se uma classificação equivalente de SIC para empresas brasileiras, pois a classificação já existe no Brasil - classificação setorial do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013).

Afiladas Financeiras: essa variável mensura se a firma afiliada ao grupo empresarial é uma firma financeira ou não, assim como feito no estudo de Bunkanwanicha, Gupta e Wiwattanakantang (2014), em que os autores evidenciaram que firmas afiliadas financeiras posicionadas nos *layers* mais distantes da *holding* costumam ser mais agressivas em termos de empréstimos, e têm pior performance que firmas afiliadas financeiras posicionadas mais próximas da *holding*. Essa variável é uma *dummy* considerada “1” quando o grupo empresarial tem firma afiliada financeira, e “0” quando não tem.

Crescimento de Vendas: essa variável mensura o crescimento de vendas ano após ano no grupo empresarial. Ela foi utilizada por Kallás (2014), e neste estudo é uma variável de controle do tamanho dos grupos empresariais.

Variação do lucro: essa variável mensura a variação do lucro ao longo dos anos e já foi utilizada em estudos de grupos empresariais como de Xavier et. al., (2013) e Costa et. al., (2013)

Vendas: a variável vendas foi utilizada no estudo de Xavier et. al., (2013) sobre grupos empresariais.

Entrincheiramento: medido por meio da diferença de *voting rights* (direitos de voto, ou ações ordinárias ON) e *cash flow rights* (direitos de propriedade dos principais acionistas controladores). Os principais acionistas majoritários dos Grupos Empresariais foram considerados aqueles com mais de 10% das ações com direito a voto (CLAESSENS et al., 2002; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Foram considerados acionistas entrincheirados quando a medida de entrincheiramento foi maior que 15%. Nesse estudo foram utilizados os dados da Economática, e calculado o número de ações com direito a voto por acionista menos todos os tipos de ações, e a diferença é a medida de entrincheiramento. Essa medida já foi utilizada na pesquisa de Claessens et al. (2002) e Faccio e Lang (2002).

Tamanho ao quadrado: essa variável mensura a curva não linear do tamanho do grupo ao longo do tempo (CHOI; COWING, 2002; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016).

BNDES participações como acionista: essa variável foi medida por meio de uma dummy “1” se o BNDES tem participação acionária e “0” se não tem. A importância do papel do BNDES como acionista nas firmas pode ser vista no artigo de Lazzarini et al., (2015), em que o BNDES não financia sistematicamente empresas com baixo desempenho, mas sim subsidia empresas que poderiam financiar seus projetos com outras fontes de capital, o que provavelmente é o caso das firmas afiliadas aos grupos empresariais.

Quadro 4: Descrição das variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Descrição	Fonte
Performance 1	Lucro líquido (ln)	(HAMANN et al., 2013) (STRASSER et al., 1981)
Performance 2	Lucro Líquido/vendas (ln)	(HAMANN et al., 2013) (STRASSER et al., 1981)
ROE	Retorno sobre o Patrimônio líquido winsorizado ao nível de 10%	(KALLÁS, 2014; YANG; SCHWARZ, 2016)

Tamanho	Número de firmas afiliadas aos Grupos Empresariais	(CHOI; COWING, 2002; MAHMOOD; ZHU; ZAJAC, 2011)
Estrutura	<i>Layers</i> e concentração de firmas afiliadas aos Grupos Empresariais (<i>dummy</i>)	(ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012)
Diversificação por layer	<i>Layer</i> com maior número de setores (percentual de setores por layer)	(CARNEY et al., 2011)
Acionista controlador	Família, Governo ou Profissional (<i>dummy</i>)	(ALMEIDA et al., 2010; CUERVO-CAZURRA, 2006; FAN; WONG; ZHANG, 2012)
Layer	Número de <i>layers</i> da estrutura	(ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012)
Diversificação geral	Número de setores por grupo	(KHANNA; PALEPU, 2000a)(COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2013)
HHI	Concentração de setores dos Grupos Empresariais	(BESANKO et al., 2012; GORMLEY; MATSA, 2016)
Afiladas financeiras	Firmas afiliadas financeiras (<i>dummy</i>)	(BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014)
Crescimento de vendas	Varição do crescimento de vendas ano a ano.	(KALLÁS, 2014)
Varição Lucro	Varição do lucro ano a ano	(XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013)
Vendas(ln)	Total de vendas	(XAVIER; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2013)
Entrincheiramento	Diferença entre direito de voto e direito de propriedade dos acionistas	(CLAESSENS et al., 2002; FILATOTCHEV; WRIGHT; BLEANEY, 1999; YEH; WOJDITKE, 2005)
Tamanho2	Tamanho ao quadrado do grupo ao longo do tempo.	(CHOI; COWING, 2002; ELANGO; PATNAIK; WIELAND, 2016)
BNDES participações acionista	Dummy se acionista “1” se não “0”.	(LAZZARINI et al., 2015)
Controle Familiar ou Profissional ou Governamental	Dummy se acionista “1” se não “0”	(ALMEIDA; WOLFENZON, 2006; CUERVO-CAZURRA, 2006; MUSACCHIO, 2009; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014)

Fonte: elaborado pelo autor

3.4 Método estatístico

Nesta pesquisa utilizou-se regressão linear múltipla com dados em painel e efeitos fixos para alcançar o objetivo do estudo. Essa escolha teve como fim controlar as variáveis não observáveis, já que um dos principais atributos dos dados em painel é lidar com essas variáveis (KENNEDY, 2016; WOOLDRIDGE, 2014). Por meio do painel também é possível controlar a heterogeneidade não observada, o que significa que é possível analisar a diferença de variação de cada observação ao longo do tempo, e com isso ter múltiplas observações sobre as mesmas unidades de análise (ALLISON, 2009). Além disso, por meio do painel é possível obter maior variabilidade entre as variáveis ao longo do tempo, e isso reduz o problema de multicolineariedade (KENNEDY, 2016).

Já com a utilização de efeitos fixos existe a intenção de controlar variáveis que não mudam ao longo do tempo (ALLISON, 2009; ANGRIST; PISCHKE, 2014). A essência da utilização do efeito fixo é capturada considerando-se que cada indivíduo serve como seu próprio controle. O controle é feito entre o mesmo indivíduo, em momentos diferentes, e entre a média das diferenças entre todos os indivíduos da amostra (ALLISON, 2009). Nesta pesquisa o efeito fixo foi utilizado no grupo e no ano com a intenção de controlar as competências em gestão que não conseguem ser mensuradas. A decisão sobre o uso de efeitos fixos foi revisada utilizando-se o teste de Hausman, que apontou que o efeito fixo se adequava melhor aos dados.

A regressão múltipla é uma ferramenta importante para testar a correlação entre as variáveis, e usando efeitos fixos e dados em painel pretendeu-se aproximar o estudo proposto do modelo de causalidade, embora as variáveis pudessem mostrar correlação com o termo de erro e gerassem algum problema de endogeneidade. No total foram rodadas quatro hipóteses, e a equação geral do modelo é apresentada abaixo:

$$performance_{it} = b_0 + b_1 tamanho_{it} + b_2 estrutura_{it} + b_3 tamanho_{it} * estrutura_{it} + b_4 diversificação_{it} + b_5 controles_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

Em que:

β são os coeficientes;

performance é a performance dos Grupos Empresariais

tamanho é o número de firmas afiliadas aos Grupos Empresariais

estrutura é o padrão de estrutura dos Grupos Empresariais, que pode ser em forma de triângulo ou de triângulo invertido.

*tamanho*estrutura* é o efeito da interação

diversificação é a diversificação por *layer* da estrutura do grupo empresarial

controles são as variáveis de controle;

α_i denota o conjunto de parâmetros fixos;

u é o erro;

t denota a variável no tempo

i denota o efeito fixo.

Os resíduos são definidos como parte da variável independente não explicada pelo método estatístico utilizado (KENNEDY, 2016). A análise de resíduos busca melhorar a escolha de métodos estatísticos e aumentar a robustez do modelo, reduzindo os erros na explicação dos resultados. A análise de resíduos foi feita utilizando-se o comando *predict* do Stata em todos os modelos rodados, e foi constatado que os erros são distribuídos normalmente para todos os modelos.

Com referência à autocorrelação - situação na qual um dado de séries temporais é influenciado por seus próprios valores históricos e heteroscedasticidade -, trata-se da circunstância em que a variabilidade de uma variável é desigual no intervalo de valores de uma segunda variável que a prediz (KENNEDY, 2016), e foi utilizada em todos os modelos rodados *robust*, e depois novamente testada com *cluster* no comando do Stata. Foi feito o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolinearidade, que ocorre quando as variáveis independentes possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas. Os casos em que o VIF excedeu o valor limite de 5,00 foram eliminados.

Endogeneidade é a correlação entre a variável explanatória e o termo de erro na regressão, e pode ocorrer devido a problemas de variáveis explicativas omitidas na regressão, podendo enviesar os resultados e levar a relações causais incorretas (BASCLE, 2008). Ou é devido à influência da variável dependente por uma ou várias variáveis explicativas, que, por sua vez, são influenciadas pela variável dependente. Essa endogeneidade pode ser do tipo simultâneo, quando as realizações contemporâneas da variável dependente e das variáveis explicativas em questão se afetam mutuamente. Ou pode ser do tipo dinâmico, pelo qual as realizações passadas da variável dependente influenciam as realizações atuais de uma ou mais das variáveis explicativas (ABDALLAH; GOERGEN; O'SULLIVAN, 2015).

Neste estudo o problema de endogeneidade recai sobre o fato de grupos com maior desempenho terem mais recursos para fazer mais diversificação e reduzir os custos de transação. Para reduzir o problema de endogeneidade, o ideal seria usar experimentos controlados randomizados mas, neste estudo isso não foi possível, sendo utilizados apenas dados secundários (BASCLE, 2008). Tentou-se utilizar variáveis instrumentais, porém após testes estatísticos a variável instrumental provou-se não suficiente (BASCLE, 2008). No caso desta pesquisa, a fonte de endogeneidade é resultante mais de variáveis explicativas omitidas do que de simultaneidade, uma vez que a variável dependente é a performance, que é o resultado final da empresa. Logo, com essa suspeita a utilização de efeitos fixos (*within-*

groups estimator) pode auxiliar a reduzir esse problema (ABDALLAH; GOERGEN; O'SULLIVAN, 2015).

4 RESULTADOS

Os resultados são apresentados começando pela estatística descritiva e correlação da amostra, seguidas da estatística descritiva da estrutura, dos dados coletados que geraram os *insights* para entender a estrutura organizacional dos grupos empresariais. Na sequência são mostrados os resultados dos modelos utilizando regressão múltipla com efeitos fixos e dados em painel.

4.1 Estatística Descritiva e Descrição dos dados

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva de cada uma das variáveis dos 127 grupos, ao longo de 13 anos, e os dados de correlação entre as variáveis e a significância. As variáveis *dummy* foram incluídas na matriz de correlação devido à estatística descritiva. Com relação ao tamanho, os grupos têm em média 23 firmas afiliadas, três *layers* e concentração por setor (HHI) de 0,51; isso significa que, em média, os grupos da amostra têm concentração média nos setores (BESANKO et al., 2012). A integração vertical média é baixa (3,93), lembrando que isso é uma média e existem Grupos Empresariais com alta integração vertical, chegando a 202 de integração (KHANNA; YAFEH, 2007). Já o entrincheiramento médio é de 14,52%, o que significa que os grupos empresariais brasileiros, em média, são entrincheirados (CLAESSENS et al., 2002).

Como pode ser verificado na matriz de correlação, as variáveis relacionadas à estrutura, que estão em negrito na Tabela 2, têm relação moderada linear, ainda abaixo de 70% (HAIR; BLACK, 2009) nas seguintes variáveis: (i) *layer* e tamanho, (ii) *layer* e estrutura, (iii) controle profissional e controle familiar, (iv) diversificação por *layer* e estrutura, e (v) diversificação por *layer e layer*. Como se trata de medidas de estrutura, essas relações moderadas já eram esperadas; no entanto, é possível notar que essas correlações têm bom nível de significância, o que mostra que as variáveis não estão diretamente relacionadas.

Tabela 1: Estatística descritiva e matriz de correlação

Variável	Média	Desv. Pad.	Min	Max	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Performance 1	5.53	1.75	-2.3	10.54										
Performance 2	0.63	0.15	-036	1.23										
(1) Tamanho	23.57	32.9	2	313	1									
(2) Estrutura	0.62	0.48	0	1	-0.38 (0.00)	1								
(3) <i>Layer</i>	2.70	1.49	1	12	0.58 (0.00)	-0.64 (0.00)	1							
(4) HHI	0.52	0.23	0.1	1	-0.15 (0.00)	0.15 (0.00)	-0.22 (0.00)	1						
(5) Financeira	0.38	0.48	0	1	0.29 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.33 (0.00)	-0.31 (0.00)	1					
(6) Controle familiar	0.53	0.5	0	1	-0.16 (0.00)	0.06 (0.04)	-0.11 (0.00)	-0.14 (0.00)	0.03 (0.23)	1				
(7) Controle profissional	0.26	0.44	0	1	-0.00 (0.78)	-0.05 (0.08)	0.12 (0.00)	-0.03 (0.30)	0.05 (0.11)	-0.64 (0.00)	1			
(8) Entrincheiramento	14.4	18.39	-11.6	66.4	0.05 (0.12)	-0.03 (0.28)	0.02 (0.40)	- (0.64) 0.015	0.01 (0.58)	0.14 (0.00)	-0.15 (0.00)	1		
(9) crescimento	0.15	0.33	- 0.85	6.7	0.01 (0.12)	-0.07 (0.28)	0.04 (0.40)	-0.06 (0.64)	0.04 (0.58)	0.05 (0.00)	-0.02 (0.00)	-0.02 (0.50)	1	
(10) Div. <i>layer</i>	0.58	0.25	0.1	1	-0.32 (0.00)	0.66 (0.00)	-0.67 (0.00)	0.21 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.02 (0.47)	-0.05 (0.13)	-0.06 (0.05)	-0.04 (0.15)	1

Fonte: elaborada pelos autores

Nota: p-valores estão entre parênteses

Para entender a variável estrutura dos grupos empresariais brasileiros, foi feita uma análise minuciosa de cada um dos grupos. Considerou-se a estrutura em termos de número de *layers* e concentração de firmas afiliadas por *layer*, justamente para desenvolver a variável ‘estrutura’ utilizada no estudo, conforme a Tabela 2. É possível verificar que 78,6% dos grupos empresariais brasileiros com *holding* de capital aberto possuem até 3 *layers*. São 68,7% dos grupos com concentração de firmas afiliadas no primeiro *layer*, 24% com concentração de firmas afiliadas no segundo *layer* da estrutura, 5,4% deles com concentração de firmas afiliadas no terceiro *layer*, e apenas 1,9% dos grupos apresentam concentração de firmas afiliadas a partir do quarto *layer*. Nesta pesquisa, como descrito no detalhamento da variável ‘estrutura’, foram considerados dois tipos de estrutura de grupos:

Primeiro tipo, **I-estrutura**: concentração de firmas afiliadas no primeiro *layer* da estrutura, ou seja, mais próximas da *holding*. Segundo tipo, **estrutura**: concentração de firmas afiliadas a partir do segundo *layer* da estrutura, ou seja, mais distantes da *holding*.

Tabela 2: Dados descritivos da estrutura dos Grupos Empresariais

	Concentração de firmas afiliadas 1º <i>layer</i>	Concentração de firmas afiliadas 2º <i>layer</i>	Concentração de firmas afiliadas 3º <i>layer</i>	Concentração de firmas afiliadas >=4º <i>layer</i>	Total
1º <i>layer</i>	19,9%				
2º <i>layer</i>	29,2%	6,5%			
3º <i>layer</i>	12,5%	8,8%	1,7%		
>=4º <i>layer</i>	7,1%	8,7%	3,7%	1,9%	
Total	68,7%	24%	5,4%	1,9%	100%

Fonte: elaborado pelo autor

Nota: total de 1.012 observações, 127 grupos, 13 anos

Na Tabela 3 é possível verificar mais alguns dados de estrutura coletados para o desenvolvimento da pesquisa. A média de diversificação dos grupos empresariais é de 4,18 setores, já a média de diversificação por *layer* é de: no primeiro *layer*, 3,17 setores, no segundo *layer* 2,6 setores, e a partir do terceiro *layer*, 2,47. Ou seja, em média o número de setores dos quais os grupos empresariais participam estão mais diversificados no primeiro *layer* da estrutura. Com relação ao número de afiliadas por *layer*, no primeiro *layer*, em média, os grupos empresariais têm 9,6 firmas afiliadas, já no segundo *layer*, em média, 8,68, e, a partir do terceiro *layer*, em média 11 firmas afiliadas – lembrando que, como a quantidade de grupos com mais de três *layers* está em torno de 7% (ver Tabela 1), foi feito o cálculo do número de afiliadas a partir do 3º *layer*. Com relação à concentração de setores por *layer* (HHI), nota-se que, na média, o *layer* 1 mais próximo da *holding* na estrutura do grupo

empresarial tende a ter uma concentração média de setores de 0,56, e essa concentração aumenta conforme os *layers* vão ficando mais distantes da *holding*, ou seja, no *layer 2* a concentração média de setores é de 0,66, e a partir do 3º *layer* a concentração média dos setores tende a aumentar para 0,7.

Tabela 3: Estatística descritiva por *layer*

	Obs.	Media	Desvio Padrão	Min	Max
Diversificação	1021	4.18	2.25	1	14
Diversificação <i>layer 1</i>	1025	3.17	1.83	1	12
Diversificação <i>layer 2</i>	818	2.60	1.83	1	13
Diversificação <i>layer 3</i>	451	2.47	1.90	1	11
Número afiliadas <i>layer 1</i>	1025	9.56	9.05	1	66
Número afiliadas <i>layer 2</i>	818	8.86	12.96	1	122
Número afiliadas <i>layer 3</i>	453	11.35	20.62	1	147
HHI <i>layer 1</i>	1025	0.56	0.24	0.12	1
HHI <i>layer 2</i>	817	0.66	0.28	0.1	1
HHI <i>layer 3</i>	451	0.71	0.28	0.13	1

Fonte: elaborada pelos autores

A Tabela 4 destaca os acionistas controladores dos grupos; por meio desta tabela é possível verificar que 59% dos grupos empresariais têm como maior acionista controlador a família, seguidos de 26,8% de grupos empresariais controlados por profissionais, e 14,2% pelo governo (considerando aqui estatais e acionistas como BNDESPar).

Tabela 4: Estatística descritiva dos acionistas controladores

	n. observações	Frequência
Controle Familiar	855	59%
Controle Profissional	389	26.8%
Controle Governo	204	14.2%
Total	1448	100%

Fonte: elaborada pelos autores

Na Tabela 5 é possível observar o número de grupos (61) com firmas financeiras afiliadas; no total são 375 observações *dummy* e a soma total de firmas afiliadas nessas observações chega a 866, pois há grupos com até 16 firmas afiliadas financeiras.

Tabela 5: Número de firmas financeiras afiliadas

Afiliadas financeiras	Número absoluto
Número de observações com firmas afiliadas financeiras	375
Soma total de financeiras na amostra.	866
Número de grupos com financeiras	61

Fonte: elaborada pelo autor

Na Tabela 6 é possível visualizar a dinâmica de entrada e saída de firmas afiliadas de 10 grupos ao longo dos 13 anos, os grupos foram escolhidos aleatoriamente para que fosse possível mostrar a dinâmica de entrada e saída das firmas, sendo que 2001 foi considerado ano base com o número absoluto de afiliadas. E na Tabela 7 é possível ver a média da variação de entrada e saída das firmas afiliadas, bem como valores mínimos e máximos da variação. No total são 22.050 firmas afiliadas ao longo dos 13 anos analisados, entre os 127 grupos empresariais. Sendo que a média de firmas afiliadas por grupo é de 13.4 e máximo 313 firmas e mínimo 1 firma afiliada.

Tabela 6: Variação de entrada e saída de firmas afiliadas aos grupos empresariais por ano

Grupo Empresarial	Variação firmas afiliadas por ano: número de firmas afiliadas no ano atual – numero de firmas afiliadas no ano anterior (2001 ano base)												
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Abril	53	-24	3	1	5	1	-3	4	1	-3	-12	9	1
ALL	10	1	4	3	13	-3	4	-3	-3	2	2	0	2
Embraer	16	9	-12	15	1	-1	3	4	-1	10	-1	3	0
Gerda	37	7	-5	-3	9	30	-12	-40	0	2	-2	0	0
Magnesita	12	0	0	0	1	-1	2	16	14	2	0	5	1
Mafrig	0	0	0	0	0	12	10	7	47	28	81	-100	-1
Petrobras	75	25	14	54	47	36	-1	41	22	-22	-9	0	-39
Suzano	32	3	1	6	-14	0	-14	6	-4	5	1	14	-9
Ultrapar	25	-3	-3	0	0	3	16	6	-1	-5	-15	21	-1
Weg	19	-2	5	5	-1	4	5	1	4	-1	7	3	24

Fonte: dados de pesquisa

Tabela 7: Estatística descritiva firmas afiliadas aos grupos empresariais de 2001 a 2013

	Média por grupo	Min.	Máx.	Total
Firmas Afiliadas	13.4	1	313	22.050

Fonte: dados de pesquisa

Atualmente é possível verificar esse fenômeno da dinâmica de entrada e saída das firmas afiliadas aos grupos empresariais no Grupo JBS. Devido à escândalos políticos o grupo teve

que se desfazer de algumas firmas afiliadas como Eldorado, Alpargatas e Vigor (FOLHA DE SÃO PAULO, 2017). Em 2008 o Grupo Mafrig comprou empresas de um grupo europeu o que pode ser visto na Tabela 6 como o aumento em 47 firmas afiliadas de 2008 para 2009 (AVICULTURA INDUSTRIAL, 2008).

4.2 Resultados dos Modelos

A seguir são apresentados e descritos os resultados das regressões. A Tabela 8 e 9 apresentam os modelos estatísticos conforme as hipóteses propostas no capítulo 2 desta pesquisa, sendo que a Tabela 8 considera a variável dependente o lucro líquido e a Tabela 9 considera lucro líquido sobre vendas. Elas apresentam os resultados referentes às regressões de tamanho, estrutura, e interação entre tamanho e estrutura, e o modelo de diversificação por *layer*. Os resultados se mostram robustos para todas as hipóteses referentes a esses quatro modelos, lembrando que os fatores que explicam os dois padrões de estruturas estão sendo capturados pelo efeito fixo da firma e do ano.

Na Tabela 8 no Modelo 1 o tamanho mostra uma relação forte e positiva com a performance ($p < 0.01$), com isso há suporte para a Hipótese H1. O efeito do tamanho é de 1,97% de aumento na performance dos grupos empresariais; considerando-se que o aumento de uma firma afiliada aumenta em 1,97% a performance do grupo, este é um efeito relevante. Esse resultado vai ao encontro de pesquisas que evidenciaram que o tamanho dos grupos empresariais afeta a performance, como o estudo de Carney et al. (2011), que mostrou que a escala afeta a performance, e os de Guillén (2000) e Khanna e Yafeh (2007), que observaram que a quantidade de firmas afiliadas afeta a performance.

O Modelo 2 testa a relação entre estrutura organizacional e performance. Neste modelo a estrutura considerada é de triângulo invertido, e este efeito é positivo e forte na performance ($p < 0.01$), com isso há suporte para Hipótese H2. O efeito da estrutura de triângulo invertido aumenta em 58,4% ($(e^{0.459}-1)=58.4\%$) a performance ao nível do grupo. Este resultado corrobora os argumentos teóricos de que o melhor gerenciamento das firmas afiliadas é feito quando as mesmas estão nos *layers* mais próximos da *holding* e, dessa forma, esse tipo de estrutura afeta positivamente a performance, uma vez que há maior controle sobre as firmas

afiliadas, e reduz-se os custos organizacionais. Também confirma estudos que evidenciaram que firmas afiliadas mais distantes da *holding* tendem a ter menor lucratividade do que firmas controladas diretamente pela *holding* (ALMEIDA et al., 2010), e pirâmides maiores, com mais *layers*, tendem a ter maiores custos de agência (FAN; WONG; ZHANG, 2012). O oposto também é verdadeiro, já que essa variável é uma *dummy*, o que ratifica discussões na literatura sobre grupos empresariais, de que a estrutura e a posição das firmas afiliadas dentro dos grupos afetam a performance e o desempenho dos grupos como um todo. Grupos com maior concentração de firmas afiliadas mais distantes da *holding* há maior necessidade de gerenciamento, elevando-se os custos organizacionais do grupo (CARNEY et al., 2011).

Ainda na Tabela 8, o Modelo 3 testa a interação entre as variáveis tamanho e estrutura. Neste modelo a interação entre tamanho e estrutura triângulo invertido reduz o efeito do tamanho na performance ($p < 0.05$); mesmo o efeito sendo marginal (-2,30%), ainda assim há suporte para a Hipótese H3. Interpretando esse modelo, vê-se que o tamanho influencia positivamente o desempenho, e a estrutura de triângulo invertido influencia positivamente o desempenho, mas na presença de ambos a performance diminui. Ou seja, a interação entre tamanho e estrutura aponta que o número de firmas afiliadas ao grupo pode afetar de forma negativa a performance ao nível do grupo, dependendo da estrutura do grupo e até mesmo da distribuição dessas firmas afiliadas dentro do grupo. Conforme proposto por Elango, Pattnaik e Wieland (2016), Choi e Cowing (2002) e Chari & Banalieva (2015), ultrapassado um determinado tamanho, a quantidade de afiliadas exige mais níveis de gerenciamento, resultando em maiores custos organizacionais.

No Modelo 4, é possível verificar que a maior diversificação por setores concentrada no primeiro *layer* da estrutura mostra uma relação forte, positiva e significativa ($p < 0.01$) com relação à performance ao nível do grupo empresarial; com isso há suporte para a Hipótese H4. O efeito da maior diversificação no primeiro *layer* é de 165,3% ($(e^{0.976}-1)=165,3\%$) de aumento na performance dos grupos empresariais, e é um efeito relevante que pode auxiliar o entendimento da estrutura desses grupos. Neste modelo não foi considerada a variável de controle *layer*, pois a variável principal já considera o *layer* em sua composição. Conforme proposto por Carney et al. (2011), é necessário compreender em maior detalhe o efeito da diversificação na performance dos grupos empresariais como um todo. Há um grande debate na literatura que aponta efeitos opostos da diversificação na performance do grupo como um todo; no entanto, por meio deste detalhamento da diversificação na estrutura é possível

compreender melhor em que medida a diversificação tem efeito positivo ou negativo sobre a performance. Este resultado confirma os de Hoskisson et al. (2005) e Carney et al. (2011), de que há maiores custos internos no grupo empresarial, quando ele atua em diferentes setores (HOSKISSON et al., 2005).

Tabela 8: Regressões tamanho, estrutura e diversificação com a variável performance de lucro líquido (ln).

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
tamanho	0.0197*** (0.00745)	0.0240*** (0.00730)	0.0271*** (0.00659)	0.0159** (0.00613)	0.0270*** (0.00664)
estrutura (triângulo invertido)		0.459*** (0.164)	0.866*** (0.262)		0.820*** (0.264)
triângulo*tamanho			-0.0230** (0.0102)		-0.0221** (0.0101)
diversificação (concentração 1º layer)				0.976*** (0.324)	0.214 (0.371)
tamanho2	-1.84e-05 (1.98e-05)	-2.84e-05 (1.90e-05)	-3.76e-05** (1.61e-05)	-9.90e-06 (1.76e-05)	-3.75e-05** (1.62e-05)
layers	-0.176*** (0.0616)	-0.104* (0.0560)	-0.119** (0.0579)		-0.103 (0.0661)
hhi	-0.193 (0.469)	-0.195 (0.461)	-0.271 (0.455)	-0.401 (0.457)	-0.305 (0.456)
Firmas financeiras	0.0353 (0.190)	-0.0168 (0.187)	0.0554 (0.191)	-0.0271 (0.184)	0.0485 (0.191)
Controle familiar	0.181 (0.312)	0.247 (0.289)	0.331 (0.257)	0.311 (0.314)	0.331 (0.262)
Controle profissional	-0.165 (0.480)	-0.212 (0.464)	-0.180 (0.462)	-0.121 (0.485)	-0.190 (0.466)
Entrincheiramento	-0.00272 (0.00541)	-0.00196 (0.00536)	-0.000396 (0.00552)	-0.000836 (0.00574)	-7.62e-05 (0.00564)
Crescimento de vendas	0.0939 (0.0979)	0.110 (0.0993)	0.109 (0.101)	0.0831 (0.0958)	0.107 (0.101)
BNDES acionista	-0.329 (0.423)	-0.320 (0.398)	-0.380 (0.370)	-0.452 (0.413)	-0.397 (0.375)
Constante	4.550*** (0.498)	4.012*** (0.485)	3.816*** (0.483)	3.616*** (0.507)	3.688*** (0.517)
Efeito Fixo Grupo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Obs	743	743	743	743	743
R-quadrado	0.236	0.248	0.258	0.236	0.258
Numero de grupos	112	112	112	112	112

Fonte: elaborada pelo autor.

Nota: Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Na Tabela 9 no Modelo 1 o tamanho mostra uma relação positiva e significativa com a performance ($p<0.05$), com isso há suporte para a Hipótese H1. O efeito do tamanho é de 0,1% de aumento na performance dos grupos empresariais; considerando-se que o aumento em uma firma afiliada aumenta em 0,1% a performance do grupo, este é um efeito relevante, confirmado o que foi achado na Tabela 8 Modelo 1.

O Modelo 2 testa a relação entre estrutura organizacional e performance. Neste modelo a estrutura considerada é de triângulo invertido, e este efeito é positivo e forte na performance ($p < 0.01$), com isso há suporte para Hipótese H2. O efeito da estrutura de triângulo invertido aumenta em 5,42% a performance lucro líquido sobre vendas ao nível do grupo. Este resultado corrobora os argumentos teóricos de que o melhor gerenciamento das firmas afiliadas é feito quando as mesmas estão nos *layers* mais próximos da *holding* e, dessa forma, esse tipo de estrutura afeta positivamente a performance, uma vez que há maior controle sobre os custos organizacionais (CARNEY et al., 2011).

O Modelo 3 testa a interação entre as variáveis tamanho e estrutura. Neste modelo a interação entre tamanho e estrutura triângulo invertido reduz o efeito do tamanho na performance ($p < 0.05$); mesmo o efeito sendo marginal (-0,2%), ainda assim há suporte para a Hipótese H3. Assim como já explicado na Tabela 6 Modelo 3, por meio desse modelo é possível verificar que o tamanho influencia positivamente o desempenho, e a estrutura de triângulo invertido influencia positivamente o desempenho, mas na presença de ambos a performance diminui. Esse resultado vai ao encontro do proposto por Elango, Pattnaik e Wieland (2016), Choi e Cowing (2002) e Chari & Banalieva (2015), ultrapassado um determinado tamanho, a quantidade de afiliadas exige mais níveis de gerenciamento, resultando em maiores custos organizacionais.

No Modelo 4, é possível verificar que a maior diversificação por setores concentrada no primeiro *layer* da estrutura mostra uma relação forte, positiva e significativa ($p < 0.01$) com relação à performance ao nível do grupo empresarial; com isso há suporte para a Hipótese H4. O efeito da maior diversificação no primeiro *layer* é de 12% de aumento na performance dos grupos empresariais, e é um efeito relevante que pode auxiliar o entendimento da estrutura desses grupos. Conforme sugerido por Carney et al. (2011) é necessário entender de forma detalhada o efeito da diversificação nos grupos empresariais, não só considerando a média entre os grupos. Por meio desse modelo foi possível compreender como a diversificação afeta a performance no nível do grupo, dependendo de onde está concentrada na estrutura do grupo.

Tabela 9: Regressões tamanho, estrutura e diversificação com a variável performance de lucro líquido sobre vendas (ln).

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
tamanho	0.00156** (0.000717)	0.00206*** (0.000722)	0.00243*** (0.000676)	0.00104* (0.000626)	0.00242*** (0.000683)
estrutura (triângulo invertido)		0.0542*** (0.0204)	0.102*** (0.0345)		0.0965*** (0.0342)
estrutura*tamanho			-0.00270** (0.00121)		-0.00260** (0.00119)
diversificação (concentração 1o layer)				0.120*** (0.0416)	0.0255 (0.0464)
tamanho2	-1.40e-06 (2.05e-06)	-2.58e-06 (2.00e-06)	-3.66e-06** (1.76e-06)	-2.59e-07 (1.95e-06)	-3.65e-06** (1.77e-06)
layers	-0.0222*** (0.00725)	-0.0137** (0.00655)	-0.0155** (0.00674)		-0.0136* (0.00771)
hhi	-0.0460 (0.0629)	-0.0462 (0.0621)	-0.0552 (0.0615)	-0.0719 (0.0615)	-0.0592 (0.0613)
Firmas financeiras	0.00697 (0.0239)	0.000818 (0.0235)	0.00931 (0.0236)	-0.000905 (0.0230)	0.00849 (0.0236)
Controle familiar	-0.00158 (0.0329)	0.00623 (0.0305)	0.0160 (0.0289)	0.0150 (0.0330)	0.0161 (0.0293)
Controle profissional	-0.0427 (0.0560)	-0.0484 (0.0542)	-0.0446 (0.0543)	-0.0366 (0.0564)	-0.0457 (0.0548)
Entrincheiramento	-0.000195 (0.000657)	-0.000106 (0.000652)	7.81e-05 (0.000671)	3.51e-05 (0.000699)	0.000116 (0.000686)
Crescimento de vendas	-0.00645 (0.0104)	-0.00459 (0.0105)	-0.00465 (0.0108)	-0.00783 (0.0100)	-0.00488 (0.0107)
BNDES acionista	-0.0386 (0.0553)	-0.0376 (0.0523)	-0.0446 (0.0493)	-0.0540 (0.0542)	-0.0466 (0.0494)
Constant	0.648*** (0.0619)	0.585*** (0.0614)	0.562*** (0.0625)	0.532*** (0.0638)	0.546*** (0.0674)
Efeito Fixo Grupo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Obs	743	743	743	743	743
R-quadrado	0.091	0.105	0.116	0.090	0.116
Numero de grupos	112	112	112	112	112

Fonte: elaborada pelo autor.

Nota: Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.1 Testes de robustez nos modelos de regressão

Como teste de robustez foram rodados todos os modelos completos da Tabela 8 e 9, considerando Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) como variável dependente, winsorizada no nível de 10% dos dois lados da distribuição amostral (KALLÁS, 2014), isso foi necessário para reduzir os *outliers* e a omissão de dados. Por meio desse exercício foi possível comprovar que os valores são similares em termos de significância e sinal para os Modelos 1, 2 e 4, o que evidencia robustez nos modelos; apenas o Modelo 3 de interação não foi significativo, mas o sinal se manteve igual. Na Tabela 10 é possível ver os modelos rodados.

Tabela 10: Regressões tamanho, estrutura e diversificação com a variável performance de ROE

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
tamanho	0.0613* (0.0342)	0.0701** (0.0339)	0.0683** (0.0333)	0.0543* (0.0300)	0.0681** (0.0334)
estrutura (triângulo invertido)		4.324* (2.327)	5.987* (3.058)		5.818* (3.038)
estrutura*tamanho			-0.107 (0.104)		-0.104 (0.101)
Diversificação (concentração 1o layer)				8.039** (3.622)	0.730 (4.550)
layers	-1.572** (0.698)	-0.848 (0.720)	-0.968 (0.703)		-0.914 (0.863)
diversificação geral	0.263 (0.598)	0.349 (0.584)	0.498 (0.618)		0.499 (0.616)
hhi	0.0447 (8.054)	-0.351 (7.784)	0.230 (7.971)	-1.737 (7.763)	0.170 (8.018)
Firmas financeiras	2.031 (1.909)	1.832 (1.703)	2.012 (1.664)	1.932 (1.696)	1.991 (1.674)
controle familiar	-3.140* (1.621)	-3.797** (1.673)	-4.015** (1.660)	-2.892* (1.590)	-4.039** (1.624)
controle profissional	-10.69** (4.091)	-12.39*** (3.455)	-12.36*** (3.453)	-10.28** (4.008)	-12.33*** (3.520)
entrenchamento	-0.0639 (0.100)	-0.0979 (0.0973)	-0.0975 (0.0999)	-0.0604 (0.102)	-0.0959 (0.0993)
BNDES acionista	-4.887 (3.341)	-5.106* (2.909)	-5.477* (2.799)	-5.877** (2.655)	-5.531* (2.767)
Variação lucro	0.0119 (0.0168)	0.0112 (0.0167)	0.0116 (0.0168)	0.0126 (0.0172)	0.0116 (0.0169)
Vendas(ln)	2.693 (2.141)	2.174 (2.141)	2.095 (2.169)	2.381 (1.930)	2.093 (2.170)
Constante	-8.411 (15.90)	-8.303 (15.18)	-8.647 (14.95)	-12.64 (14.55)	-9.083 (14.77)
Efeito Fixo Grupo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observations	471	471	471	471	471
R-squared	0.157	0.170	0.172	0.156	0.172
Number of num	61	61	61	61	61

Fonte: elaborada pelo autor.

Nota: Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Apesar de o modelo completo (Tabela 10) com ROE inicialmente a interação não foi estatisticamente significativa, ou seja, na média não foi significativa, quando compara-se os casos mais extremos de tamanho - do quartil 1 e quartil 4 – a interação tornou-se estatisticamente significativa, isso gera um efeito marginal e não consistente, mas é um indício importante para um caso com poucas empresas, uma vez que foi possível confirmar as hipóteses utilizando lucro líquido e lucro líquido sobre vendas e de certa forma com o ROE, logo isso ajuda a validar a ideia da interação. Há algumas características desses dois grupos (q1 e q4) que ajudam a explicar o por que da significância do resultado. A média do ROE em ambos os grupos é bem próxima, por volta de 20%, porém a amplitude do ROE é bastante

extrema (mín -994% e máx 1870%), o que gera uma variação extensa e que nos permite ter resultados mais consistentes. Além disso, em termos de estrutura os dois grupos tem características opostas. Enquanto 88% dos grupos em q1 tem estrutura de triangulo invertido, ou seja, maior numero de firmas afiliadas próximas da holding, 72% dos grupos de q4 tem estrutura de triangulo, ou seja, maior numero de firmas afiliadas mais distante da holding. Essa característica oposta também ajuda a explicar o porque da significância, uma vez que comparou-se os dois grupos e dá mais suporte para a hipótese H3.

A variável tamanho_q1q4 foi medida considerando-se o tamanho do grupo no quartil $\leq 25\%$ e no quartil $\geq 75\%$, isso corresponde a grupos empresariais com até 8 firmas afiliadas (quartil 1) e grupos empresariais com mais a partir de 25 firmas afiliadas. Na Tabela 11 é possível ver os resultados.

Tabela 11: Regressão interação estrutura tamanho considerando os quartis 1 e 4 com a variável performance ROE

Variáveis	Modelo 1
tamanho_q1q4	3.174 (7.031)
estrutura (triangulo invertido)	10.64** (4.175)
estrutura* tamanho_q1q4	-13.87*** (4.668)
layers	-0.415 (0.885)
diversificação geral	0.201 (0.740)
hhi	-16.73 (11.18)
Firmas financeiras	5.990* (3.239)
Controle familiar	(omitted)
Controle profissional	-6.184 (4.107)
entrincheiramento	-1.904 (1.338)
BNDES acionista	-4.378 (4.450)
variação lucro	0.0860*** (0.0221)
vendas	6.903 (4.479)
Constante	-36.44 (34.34)
Efeito Fixo Grupo	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim
Obs	254
R-quadrado	0.294
Numero de grupos	50

Fonte: elaborada pelo autor.

Nota: Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Ainda como teste de robustez foram rodados todos os modelos da Tabela 8 e 9 considerando a variável diversificação por *layer* como *dummy*, sendo “1” quando a concentração da diversificação está no primeiro *layer* e “0” em caso contrário. Os resultados foram similares aos resultados rodados no Modelo 4 das Tabelas 8 e 9. Na Tabela 12 é possível ver os Modelos 1 e 2 com os resultados.

Tabela 12 diversificação por layer “dummy” com a variável performance lucro líquido (ln)

Variável	Modelo 1	Modelo 2
Diversificação 1º layer (dummy)		0.333*
tamanho	0.00903*** (0.00290)	0.0111*** (0.00278)
Integração vertical	0.00124 (0.00373)	0.000793 (0.00316)
HHI	-0.244 (0.508)	-0.346 (0.493)
Firmas financeiras	-0.0150 (0.179)	-0.0115 (0.181)
Controle familiar	0.377 (0.320)	0.386 (0.307)
Controle profissional	0.0832 (0.433)	0.0844 (0.438)
entrincheiramento	-0.00381 (0.00544)	-0.00297 (0.00545)
Crescimento de vendas	0.0725 (0.0866)	0.0833 (0.0873)
Efeito Fixo Grupo	Sim	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim
Observações	743	743
R-quadrado	0.215	0.222
Número de Grupos Empresariais	112	112

Fonte: elaborada pelo autor

Nota: Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1\$

Para finalizar, foram rodados testes de robustez utilizando-se apenas os grupos empresariais familiares, já que é uma característica importante da governança corporativa dos grupos. Os resultados apresentados na Tabela 13 apontam robustez nos modelos previamente rodado (Tabela 8 e 9), apenas não se mostra significativa a diversificação por *layer*, pois, infelizmente, não há suficiente variação.

Tabela 13: Modelo considerando Grupos Empresariais familiares com a variável performance lucro líquido (ln)

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
tamanho	0.0224*** (0.00539)	0.0249*** (0.00562)	0.0279*** (0.00604)	0.0237*** (0.00561)	0.0278*** (0.00601)
Estrutura (triângulo invertido)		0.648** (0.272)	1.142*** (0.419)		1.152*** (0.413)
tamanho*estrutura			-0.0303** (0.0134)		-0.0304** (0.0136)
Diversificação (concentração 1º layer)				0.1024 (0.544)	0.088 (0.169)
Layers	-0.173 (0.104)	-0.0456 (0.109)	-0.0715 (0.106)	-0.1696 (0.105)	-0.0923 (0.145)
HHI	0.175 (0.732)	0.0885 (0.729)	-0.0455 (0.729)	0.1505 (0.737)	-0.0309 (0.725)
Firmas financeiras	0.402* (0.230)	0.365* (0.218)	0.460** (0.228)	0.391** (0.232)	0.464** (0.227)
entrincheiramento	-0.00306 (0.00579)	-0.00129 (0.00569)	0.000176 (0.00577)	-0.0031 (0.0058)	0.000204 (0.00575)
Crescimento de vendas	0.0209 (0.0883)	0.0380 (0.0916)	0.0435 (0.0985)	0.0235 (0.088)	0.0438 (0.0979)
Efeito Fixo Grupo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	399	399	399	399	399
R-quadrado	0.152	0.172	0.183	0.152	0.183
Número de Grupos Empresariais	67	67	67	67	67

Fonte: elaborada pelo autor

Nota: Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Para justificar empiricamente os dois padrões de estrutura que foram trabalhados nesta tese, já justificados em termos teóricos, foram rodados alguns testes: A Tabela 14 evidencia os resultados de um teste de médias da variação do número de firmas afiliadas por *layer*. É possível verificar que há diferença significativa entre a variação de afiliadas no *layer* 1, se comparada à variação dos outros *layers*. Sendo que no *layer* 1 a variação é menor do que nos outros *layers*, o que vai ao encontro do que foi proposto por Almeida et al. (2010) e Bunkanwanicha, Gupta e Wiwattanakantang (2014), de que os *layers* mais distantes da *holding* tendem a ter firmas mais novas, menos lucrativas, mais voláteis e que, se necessário, são substituídas ou expurgadas. Isto pode ser uma explicação para a maior variação em *layers* mais distantes da *holding*.

Tabela 14: Teste-t de duas variáveis com variâncias iguais – comparação da variação do número de firmas afiliadas por *layer*

	Média	Std. Error	Desv. Pad	Media diff	t	P-value
Variação <i>layer</i> 1	0.05	0.02	0.70	-0.08	-2.11	0.01
Variação <i>layers</i> >1	0.14	0.03	1.08			

Fonte: elaborada pelo autor

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Além disso, na Tabela 15 é possível verificar o Modelo Logit de dados em painel e efeito fixo do ano e da firma, relacionando a estrutura como variável dependente e a variação do número de firmas afiliadas como variável independente. No Modelo 1 a variação total de firmas afiliadas afeta positivamente os grupos empresariais com estrutura com menor número de firmas afiliadas mais próximas da *holding*, com um p-valor < 0.05 e uma relação de probabilidade (*odds ratio*) de 189%. Tomando como base esses testes empíricos, pode-se destacar que estruturas com maior concentração de firmas afiliadas mais próximas da *holding* têm menor variação no número de afiliadas; segundo o proposto por Almeida et al. (2010), tendem a ser firmas mais antigas, mais lucrativas e provavelmente de setores *core* do grupo empresarial. Já estruturas em que o maior número de firmas afiliadas se concentra a partir do segundo *layer* da estrutura do grupo empresarial, tendem a ser estruturas com maior variação de firmas afiliadas, podendo ser firmas mais inovadoras (GURIEV; RACHINSKY, 2005), firmas menores (ALMEIDA et al., 2010), ou firmas com investimento de alto risco, e que se não forem lucrativas podem ser desligadas do grupo empresarial, sem prejudicar de forma agressiva o acionista majoritário (BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014); essa variação mais acentuada permite esta interpretação.

Tabela 15 Variação do número de firmas afiliadas na estrutura triângulo dos Grupos Empresariais

	Modelo 1
Variação número de afiliadas total	0.638** (0.279)
Diversificação	0.600*** (0.135)
HHI	2.697** (1.303)
Firmas financeiras	0.142 (0.385)
entrincheiramento	0.0300 (0.0195)
Controle familiar	-0.984 (0.733)
Controle profissional	-2.407** (0.949)
Efeito Fixo Grupo	Sim
Efeito Fixo Ano	Sim
Observações	520
Número de Grupos Empresariais	49

Fonte: elaborada pelo autor

Nota: Erros padrão em parênteses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

5 DISCUSSÃO

Esse estudo teve como objetivo compreender como o tamanho e a diversificação, moderados pela estrutura, afetam a performance ao nível dos grupos empresariais. Os resultados mostraram que o tamanho afeta positivamente a performance ao nível do grupo, como já havia sido evidenciado por Carney et al. (2011) e Mahmood, Zhu e Zajac (2011). Mostraram também que a estrutura dos grupos empresariais, ou seja, o número de firmas afiliadas por *layer* da estrutura, afeta positivamente a performance ao nível do grupo, quando a estrutura apresenta a maior concentração de firmas afiliadas mais próximas da *holding*; e o oposto também é verdadeiro, ou seja, quanto mais distante da *holding* a concentração de firmas afiliadas, mais negativamente isto afeta a performance ao nível do grupo. Um terceiro resultado, confirmando a hipótese H3, é que a estrutura com maior concentração de firmas afiliadas próximas da *holding* reduz o efeito do tamanho na performance do grupo empresarial, uma vez que como já colocado por Choi e Cowing (2002) e Elango et. al (2016) há um limite de tamanho para que a performance seja positiva (CHOI; COWING, 2002). Por fim, a hipótese H4 também foi suportada, uma vez que foi possível evidenciar que, dependendo de onde está concentrado o maior número de setores na estrutura dos grupos empresariais, há um impacto na performance. Caso a concentração esteja mais próxima da *holding*, o impacto é positivo, do contrário é negativo.

Pesquisadores têm desenvolvido diversas análises sobre os grupos empresariais; por vezes eles são considerados parasitas, por vezes heróis, mas ainda há uma ampla discussão sobre a performance desses grupos, tanto ao nível da firma afiliada como, principalmente, ao nível do grupo (CLAESSENS; DJANKOV; KLAPPER, 2000; GRANOVETTER, 1994; KHANNA; YAFEH, 2007). O estudo de Carney et al. (2011) levantou uma questão importante para contribuir com o que já se sabe a respeito dos grupos empresariais: em que medida os estudos estão evidenciando a performance ao nível do grupo? O que já se sabe é que o tamanho afeta de forma positiva a performance ao nível do grupo; o que Carney et al. (2011) adicionam a essa evidência é que a diversificação modera negativamente a relação entre tamanho e performance. E a estrutura dos grupos empresariais? Já que a posição das firmas afiliadas é tão importante (ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014) e os grupos são considerados estruturas complexas

(ALMEIDA; WOLFENZON, 2006; HOSKISSON et al., 2005), como se dá a relação entre estrutura e tamanho? E a diversificação na estrutura?

De forma geral, os estudos empíricos sobre os grupos empresariais se atêm à performance ao nível das firmas afiliadas (CHANG; CHUNG; MAHMOOD, 2006; CHU, 2004; CLAESSENS; FAN; LANG, 2006; KHANNA; PALEPU, 2000a; LAMIN, 2013) e pouco sobre a performance ao nível dos grupos (CARNEY et al., 2011; CHANG; HONG, 2002; LUO; CHUNG, 2013); no entanto, um dos principais argumentos teóricos sugere que os grupos têm desempenho superior devido a seu tamanho e diversificação. E que o desempenho superior dos grupos é uma função muitas vezes das relações políticas e da capacidade de exercer influência (MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005; MORCK; YEUNG, 2003; SCHNEIDER, 2009b). Além disso, Khanna e Palepu (1997, 2005) argumentam que os grupos empresariais são uma função das falhas institucionais, e que seu crescimento e diversificação ocorrem de forma lucrativa devido às fracas instituições dos mercados emergentes (CARNEY et al., 2011). O que se percebe é que há uma desconexão na relação entre dados empíricos dos grupos empresariais ao nível das firmas afiliadas e argumentos teóricos sobre a performance ao nível dos grupos empresariais (CARNEY et al., 2011).

As evidências encontradas neste estudo complementam o que Carney et al. (2011) mostraram em sua pesquisa, que o tamanho dos grupos afeta a performance ao nível do grupo. Esta evidência já havia sido levantada por Khanna e Yafeh (2007), que apontaram que grupos maiores tendiam a uma melhor performance; também Amsden e Hikino (1994) e Claessens, Djankov e Lang (2000a) mostraram que a melhoria da performance relacionada ao tamanho dos grupos empresariais está associada a um aumento do poder de mercado e influência no governo. Choi e Cowing (2002) demonstram que o número de firmas afiliadas ao grupo tem grande importância, e ele começa se expandindo para setores em que tem mais experiência, e depois para novos setores. E Elango, Pattnaik e Wieland (2016) destacam que os grupos empresariais maiores tendem a ter mais recursos para compartilhar, tais como relações com o governo, infraestrutura e marca.

Com relação à estrutura é possível sustentar a hipótese de que a estrutura afeta a performance ao nível do grupo; quando ela tem maior concentração de firmas afiliadas mais próximas à *holding*, a performance tende a ser positiva, e quando a estrutura tem maior concentração de firmas afiliadas mais distantes da *holding*, a performance tende a ser negativa. Utilizando a

perspectiva econômica sobre grupos empresariais é possível explicar esse resultado, pois considerando que a diversificação reduz custos de transação, no entanto, isso pode levar a um aumento dos custos organizacionais devido ao aumento de complexidade para gerenciar, monitorar, cumprir contratos, sistemas de controle (HOSKISSON et al., 2005). Mesmo os grupos tendo mais controle hierárquico, por meio da estrutura de governança hierárquica (WILLIAMSON, 1979), o aumento de firmas afiliadas na estrutura dos grupos distante da holding pode elevar os custos organizacionais, devido ao desenvolvimento de uma estrutura mais complexa de ser gerenciada (CARNEY et al., 2011; HOSKISSON et al., 2005).

Alguns estudos levantaram evidências sobre a importância da estrutura dos grupos nos seus resultados. Por exemplo, Almeida et al. (2010), no estudo sobre os *Chaebols*, indicaram que os grupos coreanos têm, em média, três *layers*, ou seja, não são tão profundos, e que firmas mais antigas tendem a adquirir as firmas mais novas; além disso, em *layers* mais distantes da *holding* há maior número de firmas mais novas e menores, se comparados com o *layer* mais próximo da *holding*, e, por fim, firmas afiliadas controladas no primeiro *layer* tendem a ter maior lucratividade que firmas controladas via pirâmide em posições mais distantes da *holding*. Outro estudo mais recente, de Fan, Wong e Zhang (2012), mostrou que o número de *layers* afeta os custos de agência dos grupos empresariais, e isso aumenta os custos de monitoramento. Por fim, um estudo ainda mais recente, de Bunkanwanicha, Gupta e Wiwattanakantang (2014), evidenciou que firmas periféricas tendem a fazer investimentos de mais alto risco, e que firmas mais próximas da *holding* tendem a fazer investimentos menos arriscados.

Com base nesses estudos (ALMEIDA et al., 2010; BUNKANWANICHA; GUPTA; WIWATTANAKANTANG, 2014; FAN; WONG; ZHANG, 2012), e utilizando dois grandes conceitos sobre o desenvolvimento da estrutura piramidal, de Almeida e Wolfenzon (2006), Morck e Yeung (2003a), e Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), faz sentido propor que há estruturas que são lucrativas e há estruturas que não são lucrativas ao nível do grupo empresarial, mas que o formato dessas estruturas é definido e decidido pelos acionistas majoritários (ALMEIDA et al., 2010). Existe interesse dos acionistas em escolher onde colocar as firmas afiliadas aos grupos (ALMEIDA; WOLFENZON, 2006), então firmas que fazem parte dos setores lucrativos para os acionistas são posicionadas mais próximas da *holding*, e firmas que não fazem parte desses setores são posicionadas mais distantes da

holding. Essas também podem ser utilizadas para suprir interesses e trocas de favores com o governo, são firmas em que é possível correr mais risco, são mais novas e menores. E por que? Porque numa estrutura piramidal o capital investido pelos acionistas majoritários está mais concentrado em firmas mais próximas da *holding*; e nas firmas mais distantes da *holding* o acionista, apesar de ter controle, tem pouca propriedade e, com isso, corre menor risco de perder o investimento.

Por meio desses elementos de posição das firmas dentro do grupo, e de sua respectiva lucratividade, pode ser traçado um paralelo com estruturas dos grupos de modo geral, em que se pode dizer que há dois grandes padrões de grupos empresariais: um tipo com estrutura de concentração de firmas afiliadas mais próximas da *holding*, que tende a ser mais lucrativo, e um tipo de estrutura de firmas afiliadas mais distantes da *holding*, que tende a ser menos lucrativo ao nível do grupo.

Com relação à estrutura moderar a relação entre tamanho e performance, como já foi visto o tamanho impacta a performance ao nível do grupo de forma positiva, porém, conforme encontrado por Carney et al. (2011), há moderações que devem ser consideradas; no caso o autor considerou a moderação da diversificação, que será detalhada mais à frente, porém neste estudo considerou-se a moderação da estrutura, ou seja, o tamanho afeta positivamente a performance e a estrutura com maior concentração de firmas próximas à *holding* também afeta. No entanto, de que forma a estrutura e o tamanho interagem? O que foi possível evidenciar é que a interação do tamanho com a estrutura com maior concentração de firmas afiliadas próximas da *holding* diminui o efeito do tamanho na performance. Ou seja, dependendo de como as firmas afiliadas estão distribuídas na estrutura estas afetam positivamente a performance, e, a partir de uma determinada quantidade de firmas afiliadas, passa a ter efeito negativo no desempenho do grupo (CHOI; COWING, 2002; ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016).

O tamanho do grupo pode elevar a complexidade de gerenciamento das firmas afiliadas, pois exige mais níveis de gerenciamento, pode gerar problemas de comunicação, de monitoramento, de controle de sistemas e isso elevar os custos organizacionais (CARNEY et al., 2011; HOSKISSON et al., 2005; WILLIAMSON, 1981, 2002). Dadas essas questões, os custos organizacionais podem superar as economias de escala e vantagens de tamanho dos

grupos. Como já levantado por Carney et al. (2011), a relação entre tamanho e performance nos grupos empresariais é mais complexa do que parece, pois há diversas interações que devem ser consideradas; neste estudo conseguimos explicar a relação entre tamanho e performance por meio da interação estrutura, e, com isso, avançar um pouco mais no conhecimento sobre o desenvolvimento dos grupos empresariais.

No entanto, ainda há muito a ser explicado em termos de estrutura, como o processo de escolha das firmas afiliadas dentro da estrutura, a relação política dos grupos empresariais com o governo e como isso afeta a estrutura dos grupos (MORCK, 2010; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005; MORCK; YEUNG, 2003). Por exemplo, grupos com maior concentração de firmas afiliadas mais distantes da *holding* têm mais conexões políticas? Ou conseguem desenvolver melhor suas estratégias não-mercado (PERKINS; MINEFEE, 2015)? Por meio de favores políticos e troca de benefícios acabam por posicionar empresas que são fruto destes favores, mas não necessariamente lucrativas, mais distantes da *holding*, para, caso seja necessário, expurgá-las sem prejuízo aos acionistas majoritários. Com as evidências levantadas sobre tamanho e estrutura é possível responder parte da pergunta de pesquisa - que a estrutura organizacional dos grupos empresariais afeta a performance ao nível do grupo, por meio de evidências empíricas relacionadas com a estrutura.

Com relação à diversificação, foi possível testar empiricamente a diversificação por *layer* dos grupos empresariais, e como essa diversificação afeta a performance. Dependendo de como a diversificação é distribuída dentro da estrutura dos grupos empresariais, isso pode afetar mais ou menos a performance. Quando há maior diversificação no primeiro *layer* da estrutura, a performance tende a ser afetada de forma positiva; no entanto, quando o maior número de setores está mais concentrado mais distante da *holding*, a partir do segundo *layer* a performance ao nível do grupo tende a ser afetada de forma negativa. Novamente, esse efeito pode ser explicado pela perspectiva econômica sobre desenvolvimento dos grupos empresariais (KHANNA; YAFEH, 2007; LEFF, 1978; WILLIAMSON, 1981); o número maior de setores mais distantes da *holding* tende a elevar os custos organizacionais do grupo, uma vez que é mais custoso gerenciar um grupo amplamente diversificado, em que a posição dessa diversificação está mais distante dos acionistas majoritários (HOSKISSON et al., 2005).

Não há consenso sobre a diversificação ter implicações positivas ou negativas na performance do grupo. Apesar de alguns estudos enfatizarem a diversificação como meio de melhorar a performance dos grupos empresariais e ser um mecanismo para cobrir os vazios institucionais (FISMAN; KHANNA, 2004; KHANNA; YAFEH, 2005, 2007), ou que a diversificação dos grupos empresariais está positivamente relacionada com a performance (ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016), outros estudos apontam que a diversificação pode estar ligada a custos que ultrapassam os seus benefícios (HOSKISSON et al., 2005). Carney et al. (2011) mostraram que esses custos estão relacionados ao aumento do escopo dos grupos empresariais. Também, a heterogeneidade das características dos grupos empresariais, como tamanho, diversidade e propriedade, pode afetar negativamente a diversificação na performance da firma afiliada (GEORGE; KABIR, 2012). Esta pesquisa procurou estender o estudo de Carney et al. (2011) e testar a diversificação nos diferentes *layers* da estrutura dos grupos empresariais, e, com isso, seu impacto na performance. Mais uma vez a estrutura mostrou-se uma característica importante dos grupos.

Voltando à literatura sobre grupos, um dos principais argumentos teóricos diz respeito aos grupos empresariais diversificados como instrumentos para cobrir vazios institucionais (KHANNA; PALEPU, 1997); no entanto, o que se encontrou não foi uma relação direta e sim a necessidade de analisar que tipo de grupo empresarial em que tipo de estrutura realmente gera uma melhor performance ao nível do grupo, que irá afetar a economia de forma positiva, e que tipo de grupo empresarial não o faz e que irá impactar a economia de forma negativa. Esse equilíbrio é dado pelas escolhas dos acionistas majoritários que, em sua maioria, estão mais preocupados em aumentar a sua lucratividade do que a do grupo como um todo.

Outro aspecto teórico sobre grupos que precisa ser questionado é o fato de a literatura, em geral, considerar grupos como uma única estrutura ou uma única forma organizacional, e isso não é verdade (GEORGE; KABIR, 2012; KHANNA; YAFEH, 2007). É preciso considerar as diferentes características propostas por Schneider (2009b), ou as diferentes formas de governança propostas por Cuervo-Cazurra (2006), ou ainda as características de tamanho, diversidade e propriedade propostas por George e Kabir (2012). As similaridades e diferenças entre os grupos nos países precisa ser considerada para que seja possível compreender de forma mais clara o desenvolvimento dos grupos empresariais, suas causas e consequências. É importante ressaltar que, apesar de este estudo ter utilizado como amostra o Brasil, as

características i) diversificação relacionada e/ou não relacionada; (ii) governança corporativa familiar, estatal ou privada; e (iii) estrutura piramidal, se assemelham às características dos grupos empresariais de outros nove países: Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia, Índia, Argentina, Brasil, Chile, Itália, Israel e Turquia. Isso evidencia que este estudo tem validade externa e seus resultados podem ser generalizados.

De forma geral, os resultados desta pesquisa destacam a importância da estrutura para a performance ao nível dos grupos, e como é necessário entender mais profundamente os detalhes de posição das firmas afiliadas, concentração de diversificação, tamanho, e número de *layers*, para poder inferir como o grupo empresarial como um todo é afetado.

6 CONCLUSÃO E LIMITAÇÕES

Os grupos empresariais possuem diferentes tamanhos, formatos e estruturas, e as diferenças entre os grupos ao longo dos anos e em países distintos, além de sua estrutura complexa, desafiam qualquer simples explicação sobre o seu desenvolvimento. Este estudo teve como principal objetivo analisar em que medida a estrutura dos grupos empresariais afeta a performance ao nível do grupo. Por meio de uma coleta de dados minuciosa foi possível contribuir com a literatura de grupos empresariais, utilizando os conceitos da perspectiva econômica dos grupos empresariais, e evidenciar que a estrutura afeta a performance ao nível do grupo com relação aos dois padrões de estrutura, e mostrar que a estrutura, por si só, afeta a performance, e quando há interação com o tamanho o efeito resultante diminui a performance ao nível do grupo.

A segunda contribuição foi evidenciar que a diversificação, quando considerada dentro da estrutura dos grupos empresariais, ou seja, a concentração da diversificação por *layer*, também afeta a performance ao nível do grupo. Foi possível evidenciar que a estrutura complexa dos grupos empresariais e a diversificação desta estrutura afetam a performance ao nível do grupo, devido ao aumento dos custos organizacionais relacionados ao monitoramento, execução, sistemas de controle e burocracia (HOSKISSON et al., 2005; WILLIAMSON, 1985). Isto leva a um aumento geral de custos organizacionais (ELANGO; PATTNAIK; WIELAND, 2016), a pesar da redução dos custos de transação – capital, trabalho, produto e tecnologia. Por meio destas evidências foi possível apresentar um trabalho empírico sobre performance ao nível do grupo, e, desta forma, reduzir o *gap* existente de trabalhos teóricos que analisam o comportamento de grupos empresariais (CLAESSENS; DJANKOV; KLAPPER, 2000; KHANNA; PALEPU, 2000b; MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005), e trabalhos empíricos que analisam a performance das firmas afiliadas (CARNEY et al., 2011; HOLMES et al., 2015).

Estudos futuros podem envolver a coleta de dados de grupos de capital fechado, para que seja possível comparar a estrutura dos dois tipos de grupo, uma vez que há dados de lucro e ROE no Anuário Valor Grandes Grupos – 200 Maiores. Ainda, pode-se utilizar um dos choques exógenos que têm ocorrido no Brasil nos últimos anos, e fazer um estudo com um design de quase-experimento mais robusto que o painel com efeito fixo. Outra pesquisa que seria interessante fazer é aprofundar o conhecimento sobre o desenvolvimento da estrutura dos

grupos empresariais, como se dá a escolha da posição das firmas na estrutura do grupo, e como isso afeta a performance ao nível do grupo. Adicionalmente, testar em que medida as estratégias políticas dos grupos afetam a sua estrutura, se grupos de determinado padrão de estrutura tendem a ser mais conectados que grupos com padrão distinto, e comparar a estrutura dos grupos brasileiros com grupos que tenham as mesmas características, em outros países.

REFERÊNCIAS

- ABDALLAH, W.; GOERGEN, M.; O'SULLIVAN, N. Endogeneity: How Failure to Correct for it can Cause Wrong Inferences and Some Remedies. **British Journal of Management**, v. 0, p. 1–14, 2015.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. Business Group in Brazil. In: **The Oxford handbook of business groups**. New York: The Oxford University Press, 2010. p. 353–386.
- ALLISON, P. . **Fixed effects regression models**. New York: Sage, 2009.
- ALMEIDA, H. et al. **The structure and formation of business groups: Evidence from Korean Chaebols**. [s.l: s.n.].
- ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. **The Journal of Finance**, v. LXI, 2006.
- AMSDEN, A.; HIKINO, T. Project execution capability, organizational know-how and conglomerate corporate growth in late industrialization. **Industrial and Corporate Change**, v. 3, p. 111–148, 1994.
- ANGRIST, J. D.; PISCHKE, J.-S. **Mastering Metrics the Path from Cause to Effect**. [s.l.] Princeton University Press, 2014.
- ANSOFF, I. **Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion**. Michigan: McGraw-Hill, 1965.
- AOKI, M. **Toward a Comparative Institutional Analysis**. Cambridge: MIT Press, 2001.
- AVICULTURA INDUSTRIAL, B. Marfrig compra empresas do grupo OSI no Brasil e na Europa. **Avicultura Industrial, BR**, p. 1, 2008.
- BAE, K.-H.; KANG, J.-K.; KIM, J.-M. Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, 2002.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. **The value of business group affiliation for political connections: Preferential lending in Brazil**. Annual Meeting of the Academy of Management. **Anais...**2011
- BARNEY, J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991.
- BASCLE, G. Controlling for endogeneity with instrumental variables in strategic management research. **Strategic Organization**, v. 6, n. 285, 2008.
- BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. In: **Concentrated Corporate Ownership**. [s.l: s.n.]. p. 387.
- BERTRAND, M.; MEHTA, P.; MULLAINATHAN, S. Ferreting Out Tunneling: An Application To Indian Business Groups. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 1, 2002.
- BESANKO, D. et al. **A economia da estratégia**. 5ed. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **Empresariado Industrial, Democracia e Poder Político**. São Paulo: [s.n.]. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/2664>>.

BUNKANWANICHA, P.; GUPTA, J.; WIWATTANAKANTANG, Y. **Family Business Groups and Organizational Structure: A Study of Bank Pyramidal Ownership in Thailand** European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 434/2014. [s.l.: s.n.].

CARNEY, M. et al. Business Group Affiliation, Performance, Context, and Strategy: A Meta-Analysis. **Academy of Management Journal**, v. 54, n. 3, p. 437–460, 2011.

CARRERA, A. et al. Business Groups and Their Corporate Strategies in the Argentinian Roller Coaster of Competitive Shocks and Anti-Competitive Shocks. **Academy of Management Review Executive**, v. 17, n. 3, p. 32–44, 2003.

CHANDLER, A. **Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism**. Cambridge: Harvard University Press, 1990.

CHANG, S.-J. Korean Business Groups. In: **Business Groups in East Asia: Financial Crisis, Restructuring, and New Growth**. [s.l.] Oxford University Press, 2006. p. 288.

CHANG, S.-J.; CHOI, U. Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach. **The Journal of Industrial Economics**, v. 37, n. 2, p. 141–158, 1988.

CHANG, S.-J.; CHUNG, C.-N.; MAHMOOD, I. P. When and How Does Business Group Affiliation Promote Firm Innovation? A Tale of Two Emerging Economies. **Organization Science**, v. 17, n. 5, 2006.

CHANG, S.-J.; HONG, J. Economic Performance of Group Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 429–448, 2000.

CHANG, S.-J.; HONG, J. How much does the business group matter in Korea? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 3, p. 265–274, mar. 2002.

CHARI, M. D.; BANALIEVA, E. R. How do pro-market reforms impact firm profitability? The case of India under reform. **Journal of World Business**, v. 50, n. 2, p. 357–367, 2015.

CHINA. **National Bureau of Statistics in China** China, 2009.

CHOI, J.-P.; COWING, T. G. Diversification, Concentration and Economic Performance: Korean Business Groups. **Review of Industrial Organization**, v. 21, p. 271–282, 2002.

CHU, W. Are group affiliated firms really more profitable than nonaffiliated? **Small Business Economics**, v. 22, p. 391–405, 2004.

CHUNG, C.-N. Institutional Transition and Cultural Inheritance: Network Ownership and Corporate Control of Business Groups in Taiwan, 1970-1990s. **International Sociology**, v. 19, n. 1, p. 25–50, 2004.

CHUNG, C.-N.; MAHMOOD, I. P. Business Groups in Taiwan. In: **The Oxford handbook of Business Groups**. [s.l.] The Oxford University Press, 2010. p. 180–209.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **Journal of Finance**, v. LVII, n. 6, 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, J.; KLAPPER, L. **The Role and Functioning of Business Groups in East Asia and Chile** ABANTE. [s.l.: s.n.].

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1/2, p. 81–112, 2000a.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. **East Asian corporations: Heroes or villains?** Washington, DC: [s.n.].

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia. **Emerging Markets Review**, v. 7, p. 1–26, 2006.

CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 166/2007, 2008.

COLLI, A.; RINALDI, A.; VASTA, M. **Business groups in Italy. Strategies, Structures, Rationales.** [s.l: s.n.].

COLLI, A.; VASTA, M. **Forms of Enterprise in 20th Century Italy Boundaries, Structures and Strategies.** [s.l: s.n.].

COLLIA, A.; RINALDIB, A.; VASTAC, M. The only way to grow? Italian Business groups in historical perspective. **Business History**, v. 58, n. 1, p. 30–48, 2016.

COLLIN, S.-O. Why are these islands of power found in the consciousness of oceans of ownership: Institutional and governance hypotheses explaining the existence of business groups in Sweden. **Journal of Management Studies**, v. 35, p. 719–746, 1998.

COLPAN, A. M. Business Groups in Turkey. In: **The Oxford Handbook of Business Groups.** [s.l: s.n.]. p. 486–525.

COLPAN, A. M.; HIKINO, T. Foundations of Business Groups: Towards an Integrated Framework. In: **The Oxford handbook of business groups.** New York: Oxford University Press, 2010.

COSTA, M. W. O.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. A influência da conexão política na diversificação dos grupos empresariais brasileiros. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 4, p. 376–387, 2013.

CUERVO-CAZURRA, A. Business Groups and Their Types. **Asia Pacific Journal of Management**, n. 23, p. 419–437, 2006.

ELANGO, B.; PATTNAIK, C.; WIELAND, J. R. Do business group characteristics matter? An exploration on the drivers of performance variation. **Journal of Business Research**, v. 69, p. 3205–3212, 2016.

ESTRIN, S.; POUKLIAKOVA, S.; SHAPIRO, D. The Performance Effects of Business Groups in Russia. **Journal of Management Studies**, v. 46, n. 3, 2009.

FACCIO, M. Politically Connected Firms. **The American Economic Review**, v. 96, n. 1, 2006.

FACCIO, M.; LANG, L. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, p. 365–395, 2002.

FAN, J. P. et al. **Vertical Integration, Institutional Determinants and Impact: Evidence from China.** [s.l: s.n.].

FAN, J. P.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Institutions and Organizational Structure: The Case of

State-Owned Corporate Pyramids. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 29, n. 6, 2012.

FILATOTCHEV, I.; WRIGHT, M.; BLEANEY, M. Privatization, insider control and managerial entrenchment in Russia. **Economics of Transition**, v. 7, n. 2, 1999.

FOLHA DE SÃO PAULO, A. Donos da JBS fecham acordo de R\$ 15 bilhões para vender Eldorado. **Folha de São Paulo, A.**, p. 1, 2017.

FRACCHIA, E.; MESQUITA, L.; QUIROGA, J. Business Groups in Argentina. In: **The Handbook of Business Groups**. [s.l: s.n.]. p. 325–351.

GAMA, M.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; SPULDARO, J. D. Political Strategy and the Growth of Business Groups. **Revista de Administração**, v. forthcomin, 2017.

GAVIOUS, I.; HIRSH, N.; KAUFMAN, D. Innovation in pyramidal ownership structures. **Finance Research Letters**, v. 13, 2015.

GEORGE, R.; KABIR, R. Heterogeneity in business groups and the corporate diversification–firm performance relationship. **Journal of Business Research**, v. 65, 2012.

GHEMAWAT, P.; KHANNA, T. The nature of diversified business groups: A research design and two case studies. **The Journal of Industrial Economics**, v. 46, n. 1, p. 35–61, 1998.

GORMLEY, T. A.; MATSA, D. A. Playing it Safe? Managerial Preferences, Risk, and Agency Conflicts. **Journal of Financial Economics**, 2016.

GRANOVETTER, M. Business Groups. In: SMELSER, N. J.; SWEDBERG, R. (Eds.). . **The handbook of economic sociology**. [s.l.] Princenton University, 1994. p. 835.

GUILLÉN, M. F. Business groups in emerging economies: a resource-based view. **The Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 362–380, 2000.

GURIEV, S. Business Groups in Russia. In: **The Oxford handbook of Business Groups**. [s.l.] Oxford University Press, 2010. p. 526–546.

GURIEV, S.; RACHINSKY, A. The Role of Oligarchs in Russian Capitalism. **Journal of Economic Perspectives**, v. 19, n. 1, p. 131–150, jan. 2005.

HAIR, J. F.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAMANN, P. M. et al. Exploring the Dimensions of Organizational Performance: A Construct Validity Study. **Organizational Research Methods**, v. 16, n. 1, p. 67–87, 2013.

HE, J. et al. Business groups in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 22, p. 166–192, 2013.

HERNÁNDEZ-TRASOBARESA, A.; GALVE-GÓRRIZ, C. Diversification and family control as determinants of performance: A study of listed business groups. **European Research on Management and Business Economics**, v. 23, p. 46–54, 2017.

HILLMAN, A.; ZARDKOOHI, A.; BIERMAN, L. Corporate Political Strategies and Firm Performance- Indications of Firm-Specific Benefits From Personal Service in the U.S. Government. **Strategic Management Journal**, v. 20, p. 67–81, 1999.

HOLMES, M. R. J. et al. **Business Groups Research in Strategy and Its Related Fields: A**

- review and research agenda.** Academy of Management. **Anais...** Vancouver: 2015
- HOSHINO, T. Business Groups in Mexico. In: **The Oxford Handbook of Business Groups.** [s.l: s.n.]. p. 424–455.
- HOSKISSON, R. et al. Strategy in emerging economies. **Academy of management journal**, v. 43, n. 3, p. 249–267, 2000.
- HOSKISSON, R. et al. Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies. **Journal of Management**, v. 31, n. 6, p. 941–965, 1 dez. 2005.
- JOHNSON, C.; AMSDEN, A. H. **The Rise of “The Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies.** [s.l: s.n.]. v. 60
- KALLÁS, D. **A Moderação da Concentração Setorial no Efeito do Ambiente Institucional na Performance Empresarial.** [s.l: s.n.].
- KANDEL, E. et al. **Business Groups in the United States: A Revised History of Corporate Ownership, Pyramids and Regulation, 1930-1950.** [s.l: s.n.].
- KENNEDY, P. **A Guide to Econometrics.** [s.l: s.n.].
- KHANNA, T. Business Groups in Emerging Markets : Paragons or Parasites ? 2005.
- KHANNA, T.; FISMAN, R. Facilitating development: the role of business groups. **World Development**, v. 30, 2004.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. Why Focused Strategies may be wrong in Emerging Markets. **Harvard Business Review**, v. 75, n. 4, 1997.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets ? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 2, p. 867–891, 2000a.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. Emerging Market Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance. In: **Concentrated Corporate Ownership.** [s.l.] The University of Chicago Press, 2000b.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance. In: **Concentrated Corporate Ownership.** [s.l: s.n.]. p. 387.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. Spotting Institutional Voids in Emergin Markets. **Harvard Business Review**, 2005.
- KHANNA, T.; RIVKIN, J. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. **Strategic management journal**, v. 74, n. July 2000, p. 45–74, 2001.
- KHANNA, T.; RIVKIN, J. W. Interorganizational Ties and Business Group Boundaries: Evidence from an Emerging Economy. **Organization Science**, v. 17, n. 3, p. 333–352, 2006.
- KHANNA, T.; YAFEH, Y. Business Groups and Risk sharing around the world. **Journal of Business**, v. 78, n. 1, p. 301–340, 2005.
- KHANNA, T.; YAFEH, Y. Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? **Journal of Economic literature**, v. 45, n. 2, p. 331–372, 2007.
- KIM, H. Business Groups in South Korea. In: **The Oxford handbook of Business Groups.** [s.l.] The Oxford University Press, 2010. p. 157–179.

- KOSENKO, K.; YAFEH, Y. Business Groups in Israel. In: **The Oxford handbook of Business Groups**. [s.l: s.n.].
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. LIV, n. 2, 1999.
- LAMIN, A. Business groups as information resource: an Investigation of business group affiliation in the Indian software services industry. **Academy of Management Journal**, v. 56, n. 5, p. 1487–1509, 2013.
- LAZZARINI, S. G. et al. What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**, v. 66, 2015.
- LEE, K.; KANG, Y. S. Business Groups in China. In: **The Oxford handbook of business groups**. New York: The Oxford University Press, 2010.
- LEFF, N. Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups. **Chicago Journals**, v. 26, n. 4, p. 661–675, 1978.
- LEFORT, F. Business Groups in Chile. In: **The Oxford handbook of business groups**. New York: The Oxford University Press, 2010.
- LEFORT, F.; WALKER, E. T. Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypothesis in Chile. **ABANTE**, v. 3, n. 1, p. 3–27, 2000.
- LINCOLN, J. R.; GERLACH, M. L.; AHMADJIAN, C. L. KEIRETSU NETWORKS AND CORPORATE PERFORMANCE IN JAPAN. **American Sociological Review**, v. 61, 1996.
- LINCOLN, J. R.; SHIMOTANI, M. Business Networks in Postwar Japan. In: **The Oxford handbook of Business Groups**. [s.l: s.n.]. p. 127–156.
- LINCON, J. R.; SHIMOTANI, M. Business Networks in Postwar Japan. In: **The Oxford handbook of Business Groups**. [s.l: s.n.]. p. 799.
- LINS, K.; SERVAES, H. International Evidence on the Value of Corporate Diversification. **Journal of Finance**, v. 54, n. 6, 1999.
- LUO, X. R.; CHUNG, C.-N. Filling or abusing the institutional void? Ownership and management control of public family businesses in an emerging market. **Organizational Science**, v. 24, n. 2, p. 591–613, 2013.
- MAHMOOD, I. P.; ZHU, H.; ZAJAC, E. J. WHERE CAN CAPABILITIES COME FROM? NETWORK TIES AND CAPABILITY ACQUISITION IN BUSINESS GROUPS. **Strategic Management Journal**, v. 32, 2011.
- MCAFEE, R. P.; MCMILLAN, J. Organizational diseconomies of scale. **Journal of Economics and Management Strategy**, v. 4, n. 3, p. 399–426, 1995.
- MIYAJIMA, H. The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Groups: From Hierarchically Integrated Groups to Horizontally Integrated Groups. **Journal of the Japanese And International Economies**, v. 8, p. 293–328, 1994.
- MIYAJIMA, H.; KAWAMOTO, S. Business Groups in Prewar Japan. In: **The Oxford Handbook of Business Groups**. [s.l: s.n.]. p. 97–126.
- MONTGOMERY, C. A. Corporate Diversification. **Journal of Economic Perspectives**, v. 8, n. 3, p. 163–178, 1994.

- MORCK, R. The Riddle of the great Pyramids. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCON, J. R. (Eds.). . **The Oxford handbook of business groups**. New York: The Oxford University Press, 2010. p. 602–628.
- MORCK, R.; STANGELAND, D. A.; YEUNG, B. Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease. In: **Concentrated Corporate Ownership**. [s.l.: s.n.].
- MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. **Journal of Economic literature**, v. XLIII, 2005.
- MORCK, R.; YEUNG, B. Agency Problem in Large Family Business Groups. **ENTREPRENEURSHIP THEORY and PRACTICE**, p. 367–382, 2003a.
- MORCK, R.; YEUNG, B. Agency Problems in Large Family Business Groups. **ENTREPRENEURSHIP THEORY and PRACTICE**, p. 367–382, 2003b.
- MUSACCHIO, A. **Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950**. 1 edition ed. [s.l.] Cambridge University Press, 2009.
- MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. The Reinvention of State Owned Enterprise in Brazil, 1970 - 2012. In: **New Order and Progress: Development and Democracy in Brazil**. 1st. ed. [s.l.] Oxford University Press, 2016. p. 336 pages.
- MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. **Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business**. Cambridge: Harvard University Press, 2014.
- MUSCAT, R. J. **The fifth Tiger: a study of Thai Development Policy**. Helsinki: United Nations University Press, 1994.
- PEARCE, J. L. How we can Learn How Governments Matter to Management and Organization. **Journal of Management Inquiry**, v. 10, n. 2, p. 103–112, 1 jun. 2001.
- PERKINS, S. E.; MINEFEE, I. Jeitinho Brasileiro - Adopting non-market strategy in Brazil. In: **The routledge companion to non-market strategy**. [s.l.: s.n.]. p. 426.
- PORTAL DO INVESTIDOR, O. **Acionista Controlador**. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/acionistas/acionista_controlador.html>. Acesso em: 17 set. 2015.
- QUEIROZ, M. DE. **Grupos Econômicos e Modelo Brasileiro**. [s.l.] USP, 1972.
- RAMA, M. Corporate Governance and Corruption: Ethical Dilemmas of Asian Business Groups. **Journal of Business Ethics**, v. 109, n. 4, p. 501–519, 16 dez. 2011.
- RAMANUJAM, V.; VARADARAJAN, P. Research on corporate diversification: a synthesis. **Strategic Management Journal**, v. 10, n. 6, p. 523–551, 1989.
- REISS, G. D. **Development of Brazilian industrial enterprise : a historical perspective**. [s.l.: s.n.].
- RUMELT, R. . Diversification strategy and profitability. **Strategic Management Journal**, v. 3, p. 359–369, 1982.
- SARKAR, J. Business Groups in India. In: **The Oxford Handbook of Business Groups**. [s.l.: s.n.]. p. 294–321.

SCHNEIDER, B. R. Elusive synergy: Business-Government relations and development. **Comparative Politics**, v. 31, n. 1, p. 101–122, 1998.

SCHNEIDER, B. R. Business Politics in Latin America - Patterns of Fragmentation and Centralization. In: **The Oxford Handbook of Business and Government**. [s.l.] Oxford University Press, 2009a. p. 808.

SCHNEIDER, B. R. A comparative political economy of diversified business groups, or how states organize big business. **Review of International Political Economy**, v. 16, n. 2, p. 178–201, 26 jun. 2009b.

SILVA, J. M. A. DA; FAMÁ, R. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. **R.Adm**, v. 46, n. 2, p. 178–190, 2011.

STRASSER, S. et al. Conceptualizing the goal and system models of organizational effectiveness—implications for comparative evaluation research. **Journal of Management Studies**, v. 18, n. 3, 1981.

VALOR ECONÔMICO, O. Valor Grandes Grupos - 200 Maiores. **2016**, p. 322, 2016.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. **Academy of Management Review**, v. 11, p. 801–814, 1986.

WAILERDSAK, N.; SUEHIRO, A. Business Groups in Thailand. In: **The Oxford handbook of Business Groups**. [s.l.] The Oxford University Press, 2010. p. 237–266.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. New York: Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-Costs Economics: The Governance of Contractual Relations. **Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233–261, 1979.

WILLIAMSON, O. E. The Economics of Organization: The transaction costs approach. **American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, p. 548–577, 1981.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. 1. ed. New York: Free Press, 1985.

WILLIAMSON, O. E. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 2, p. 269–296, 1991.

WILLIAMSON, O. E. Transaction Cost Economics: How It Works; Where It Is Headed. **DE ECONOMIST**, v. 146, n. 1, p. 23–58, 1998.

WILLIAMSON, O. E. Strategy Research: Governance and Competence Perspectives. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 12, p. 1087–1108, 1999.

WILLIAMSON, O. E. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171–195, 2002.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria - Uma abordagem moderna**. [s.l.] Cengage Learning, 2014.

WORLD BANK, G. **The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy**. New York: Oxford University Press, 1993.

XAVIER, W. G.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Institutional Environment and Business Groups Resilience in Brazil. **Journal of Business Research**, 2013.

YANG, K.-P.; SCHWARZ, G. M. A Multilevel Analysis of the Performance Implications of Excess Control in Business Groups. **Organization Science**, v. 27, n. 5, p. 1219–1236, 2016.

YEH, Y.-H.; WOIDTKE, T. Commitment or Entrenchment?: Controlling Shareholders and Board Composition. **Journal of Banking and Finance**, v. 29, n. 7, 2005.

YIU, D. W. et al. Review Paper Business Groups : An Integrated Model to Focus Future Research. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 8, p. 1551–1579, 2007.

YIU, D. W. et al. Corporate Governance in Business Groups. In: **The Oxford Handbook of Corporate Governance**. [s.l: s.n.]. p. 811.