

# ARTIGOS

Recebido em 24.05.2012. Aprovado em 05.02.2013

Este artigo tem coautoria de membro do Corpo Editorial Científico da RAE, foi avaliado em *double blind review*, com isenção e independência. Editor Científico: Felipe Zambaldi

## INFLUÊNCIA DA CONEXÃO POLÍTICA NA DIVERSIFICAÇÃO DOS GRUPOS EMPRESARIAIS BRASILEIROS

*The political connection influence on brazilian business group diversification*

*Influencia de la conexión política en la diversificación de los grupos empresariales brasileños*

### RESUMO

Argumentamos que a abordagem teórica baseada na economia política fornece explicações alternativas para o fenômeno da diversificação dos grupos empresariais no Brasil em relação à abordagem baseada na economia dos custos de transação. Utilizamos doações empresariais às campanhas eleitorais como *proxy* de conexões políticas para testar a abordagem da economia política frente à abordagem *mainstream* de custos de transação. Estimamos um modelo de regressão em painel com efeito fixo em uma amostra de 760 observações de 95 grupos empresariais em 8 anos no Brasil. Encontramos forte evidência para colocar a abordagem da economia política como uma explicação alternativa plausível à diversificação dos grupos empresariais brasileiros. Esses resultados contribuem para mostrar a evidência das questões políticas na estratégia corporativa da forma organizacional preferida para empresas diversificadas no Brasil.

**PALAVRAS-CHAVE** | Grupos empresariais, economia política, diversificação, conexões políticas

### ABSTRACT

*The theoretical approach based on political economics is shown to provide alternative explanations for the phenomenon of business group diversification in Brazil in relation to the approach based on transaction costs economics. Business donations to election campaigns are used as a proxy for political connections to test the political economics approach compared to the mainstream transaction costs approach. A regression model is elaborated on a fixed effect panel with a sample of 760 observations of 95 business groups in 8 years in Brazil. Strong evidence for using the political economics approach is found as a plausible alternative explanation for the diversification of Brazilian business groups. These results contribute towards showing the evidence of political issues on the preferred organizational corporate strategy for diversified companies in Brazil.*

**KEYWORDS** | Business groups, political economics, diversification, political connections, transaction costs.

### RESUMEN

*Argumentamos que el enfoque teórico basado en la economía política ofrece explicaciones alternativas para el fenómeno de la diversificación de los grupos empresariales en Brasil con relación al enfoque basado en la economía de los costos de transacción. Utilizamos donaciones empresariales a las campañas electorales como proxy de conexiones políticas para probar el enfoque de la economía política frente al enfoque mainstream de costos de transacción. Estimamos un modelo de regresión en panel con efecto fijo en una muestra de 760 observaciones de 95 grupos empresariales en 8 años en Brasil. Encontramos fuerte evidencia para poner al enfoque de la economía política como una explicación alternativa plausible a la diversificación de los grupos empresariales brasileños. Esos resultados contribuyen para mostrar la evidencia de los temas políticos en la estrategia corporativa de la forma organizacional preferida para empresas diversificadas en Brasil.*

**PALABRAS CLAVE** | Grupos empresariales, economía política, diversificación, conexiones políticas.

#### MAICK COSTA

maickw@gmail.com

Mestre em Administração de Empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas – São Paulo – SP, Brasil

#### RODRIGO BANDEIRA-DE-MELLO

rodrigo.bandeira.demello@fgv.br

Professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas – São Paulo – SP, Brasil

#### ROSILENE MARCON

rmarcon@univali.br

Professora do Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí – Biguaçu – SC, Brasil

## INTRODUÇÃO

A diversificação dos grupos empresariais é tratada na literatura principalmente pela abordagem teórica dos custos de transação. Desenvolvida por Williamson (1975), essa abordagem coloca o surgimento e o crescimento dos grupos empresariais como uma resposta racional a mercados caracterizados por altas assimetrias de informação que aumentam os custos de transação. Em vez de contratarem no mercado, os grupos formam mercados internos e seus afiliados podem se beneficiar de menores custos de transação. Por outro lado, com uma melhoria do ambiente institucional, transações no mercado tenderiam a ficar mais baratas e a afiliação a um grupo deveria perder atratividade e se reorientar (KHANNA e PALEPU, 2000). Hoskisson e outros (2005), desenvolvendo a teoria de reorientação corporativa dos grupos empresariais, afirmam que a reorientação (*refocusing*) é um tipo de reestruturação de ativos na qual a empresa reduz o número de negócios e muda sua estratégia de diversificação. Em uma analogia, com a redução dos custos de transação, para não incorrer em custos organizacionais, os grupos diminuem a diversidade de atividades.

Esse artigo pretende testar outra abordagem teórica para a diversificação dos grupos empresariais: a abordagem teórica da economia política. Países emergentes tiveram, e têm até hoje, a influência direta e indireta do governo no surgimento e direcionamento dos grupos empresariais. A abordagem da economia política busca o entendimento do fenômeno dos grupos empresariais a partir de sua relação com o Estado e governos (SCHNEIDER e MAXFIELD, 1997; SCHNEIDER, 2009). Essa abordagem analisa a influência do governo na formação e desenvolvimento dos grupos empresariais, considerados mecanismos relevantes para implementação de política pública, como foi, por exemplo, nos primórdios da industrialização do Brasil (BRESSER-PEREIRA, 2009), e atualmente com a atuação do BNDES como acionista de diversos grupos empresariais brasileiros (LAZARINNI, 2011). A abordagem da economia política aponta que os grupos empresariais são influenciados pelo governo, mas que também influenciam e utilizam seu crescimento para aumentar sua força política (SCHNEIDER, 2009).

Argumenta-se que, apesar das variações institucionais, a diversificação dos grupos empresariais é fortemente motivada pelas conexões políticas com o governo, sendo, portanto, a abordagem da economia política uma explicação alternativa para a diversificação dos grupos empresariais. Acesso privilegiado aos políticos, às informações, ao processo legislativo (SCHULER, REHBEIN e CRAMER, 2002), tratamento preferencial (BONARDI e VANDEN BERGH, 2006), proteção contra governos não facilitadores (PEARCE, 2001) e até acesso a financiamento

(CLAESSENS e outros, 2008) são os fins pelos quais os grupos empresariais investem em conexões políticas. Para efetivar essas conexões políticas, os grupos empresariais utilizam-se de mecanismos políticos como: doações às campanhas políticas, contratação de políticos para os conselhos administrativos, empresários participando na vida pública, e BNDES e fundos de pensão como acionista (BANDEIRA-DE-MELLO E MARCON, 2011).

Empiricamente, este artigo contribui para a literatura que estuda os efeitos das conexões políticas nas empresas utilizando uma unidade de análise diferente – grupos empresariais – e abordando dimensões ainda pouco exploradas, como a diversificação, além de atestar a influência das conexões políticas, via doações às campanhas, na diversificação dos grupos empresariais. Também contribui teoricamente para a literatura de grupos empresariais (*business groups*) atestando a importância relativa das conexões políticas, via doação às campanhas, em comparação às explicações comumente aceitas baseadas na abordagem de custos de transação, ou seja, colocando a abordagem da economia política como uma explicação alternativa para a diversificação dos grupos empresariais.

Este artigo está dividido em cinco seções. Além da introdução já exposta, é apresentada a fundamentação teórica, que trata das duas abordagens teóricas centrais neste estudo – custos de transação e economia política, em que são apresentadas as hipóteses da pesquisa. Nas seções seguintes, descreve-se a metodologia utilizada na pesquisa, a análise dos resultados encontrados relacionada à fundamentação teórica e a conclusão do trabalho, que engloba também as limitações do estudo e as recomendações para futuras pesquisas.

## FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES

A discussão central neste estudo é o contraste das explicações baseadas na abordagem institucional e dos custos de transação e na da economia política para a diversificação dos grupos empresariais. Esta seção discute essas duas abordagens seguindo com o desenvolvimento das hipóteses.

### Abordagem dos custos de transação

A perspectiva teórica *mainstream* sobre a existência e desenvolvimento dos *business groups* baseia-se nos custos de transação. Essa perspectiva, desenvolvida por Williamson (1975; 1985), estuda a interface do ambiente empresarial por meio de uma abordagem baseada em contratos ou trocas e defende que a premissa básica de existência dos grupos é o desenvolvimen-

to de mercados internos para capital, trabalho e produtos frente às falhas institucionais da economia. Os grupos, por sua vez, seriam uma resposta a essas falhas institucionais (*institutional voids*), internalizando as transações e aliviando as falhas nos mercados de capital, trabalho e produtos. (LEFF, 1976; 1978; CHANG e CHOI, 1988; KHANNA e PALEPU, 1997; KHANNA e PALEPU, 2000A; KHANNA e RIVKIN, 2001; KHANNA e YAFEH, 2007). Em outras palavras, os grupos empresariais são formações organizacionais que se desenvolveram devido aos altos custos de transação de uma economia. Por conta desses altos custos, o modelo de governança hierárquico é mais eficiente (HOSKISSON e outros, 2000).

Trabalhos como os dos pesquisadores Khanna e Palepu (1997; 1999; 2000a;) e Yiu, Lu e outros (2007) mostram que o contexto institucional de países em desenvolvimento, os ditos países emergentes, é caracterizado por fortes vazios institucionais devido a problemas de informação e agência. Nesses países, as empresas geralmente precisam realizar algumas funções básicas por si só e essa necessidade aumenta o potencial de criação de valor dos *grupos* para suas empresas afiliadas, já que é mais fácil conduzir negócios através de processos administrativos impostos dentro da hierarquia do grupo por meio do poder e autoridade dos executivos envolvidos. Grupos na Índia e na China mostraram evidências para essa afirmação com a formação de grupos empresariais (KHANNA e PALEPU, 1999).

Por outro lado, em países desenvolvidos como os Estados Unidos, o contexto institucional caracterizado por intermediários especializados (agências de informação, instituições jurídicas, agentes de infraestrutura e logística etc.) proporciona o bom funcionamento dos mercados de capital, trabalho e de produtos. Nesses países, os empresários têm a possibilidade de aumentar seu capital, ter acesso a talentos profissionais, ganhar aceitação dos clientes e “jogar pelas regras do jogo” tendo proteção dos seus direitos de propriedade. Nesses contextos em que o mercado é mais eficiente, a criação de mercados internos dentro de grupos empresariais perde atratividade, sendo menor a probabilidade de os empresários se beneficiarem de uma afiliação (KHANNA e PALEPU, 1999). Portanto, quanto menor os vazios institucionais, melhor a qualidade das instituições de mercado, menores o tamanho e o nível de diversificação dos grupos.

Hoskisson e outros (2005), desenvolvendo a teoria de *refocusing* (reorientação), mostram, com base na abordagem de custos de transação, que os grupos tendem a reduzir sua diversificação para não incorrer em custos organizacionais devido a mudanças institucionais que reduziram os custos de transação da economia. Ou seja, com a redução dos custos de transação na economia, as empresas tendem a não se organizar em torno

de grupos, já que os custos organizacionais estariam maiores que os custos de transação nos mercados. Assim sendo, com a diminuição dos *institutional voids*, os grupos perdem força, diminuem sua diversificação.

Mudanças institucionais orientadas ao mercado, como as ocorridas durante a década de 1990 no Brasil, provocam efeitos nos custos de transação em uma economia. Com essas mudanças, os custos de transação diminuem e os grupos empresariais possuem um grande incentivo para se reestruturar (reorientar), diminuir a diversificação, de modo a não incorrer em excessivos custos organizacionais. Com isso, este estudo tem a seguinte hipótese:

H1: A melhoria na qualidade das instituições de mercado influencia negativamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros.

## Abordagem da economia política

Outra abordagem teórica que trabalha o surgimento e crescimento dos grupos empresariais é a abordagem da economia política. Essa abordagem, muito trabalhada por Schneider (2009), coloca os grupos como instrumento do governo para atingir seus objetivos político-econômicos (YIU, LU e outros, 2007), tais como “promover o desenvolvimento econômico, não apenas como produto dos esforços de mercado” (YIU, LU e BRUTON, 2005). O principal argumento dessa abordagem é que o governo seleciona algumas indústrias e dá apoio a alguns empresários, favorecendo-os de maneira a promover a industrialização e, com isso, facilitar os empresários a proliferarem seus negócios (COLPAN e HIKINO, 2010). Governos como o da China fomentam o desenvolvimento de grupos empresariais substituindo empresas estatais por meio de programas de privatização. Trabalhos como o de Lee e Kang (2010) mostram que pequenos grupos de grupos empresariais receberam incentivos diretos do governo para o seu desenvolvimento. Outros países, como o Brasil, tiveram seus grandes grupos empresariais iniciados como estatais, desenvolvidos pelo governo e que passaram por programas de privatização.

Os governos são agentes diretos na criação, incentivo, padrão de diversificação e mesmo restrição e morte dos grupos (KHANNA e YAFEH, 2007). Entretanto, essa influência do governo nos destinos dos grupos ocorre de maneira tanto deliberada como acidental (SCHNEIDER, 2009). O controle do Estado dá origem a uma significativa influência na estrutura de autoridade e nos mecanismos internos de coordenação dos grupos. Quando a propriedade do Estado domina, os grupos são tipicamente direcionados de acordo com os objetivos do governo (YIU, LU e

outros, 2007). O processo de privatização que deveria se mostrar como um meio da saída do controle do governo nas empresas mostra que o contrário aconteceu: mesmo com o processo de privatização, o governo manteve o controle dos grupos empresariais (BOUBAKRI e outros, 2008) e até aumentou o controle, via bancos públicos de desenvolvimento (LAZARINNI, 2011).

Além dos incentivos econômicos para diversificar, os políticos podem pressionar diretamente, ou atrair grupos para novos setores. Quando na América Latina, nos anos 1990, os governos decidiram privatizar grandes empresas estatais, os únicos compradores com recursos suficientes eram grupos locais ou multinacionais, e os governos geralmente preferiam compradores locais. Em resposta às reformas de mercado, por exemplo, grupos no México e na Argentina aproveitaram o movimento de privatização para expandir sua atuação. Em resposta à globalização, os grupos expandiram-se internacionalmente, mas de maneira diferente de acordo com a região (SCHNEIDER, 2009).

A abordagem da economia política mostra a ligação dos grupos empresariais, desde seu surgimento até o seu desenvolvimento, e até “morte”, com o governo. Nessa abordagem teórica, os grupos empresariais são influenciados pelo governo aumentando seu tamanho, sua direção, sua diversificação, de acordo com os objetivos políticos estabelecidos.

## Mecanismos políticos

A abordagem da economia política enfatiza o papel do governo em estabelecer e encorajar a formação e desenvolvimento dos grupos empresariais. No entanto, os grupos não são entes passivos de manipulação do governo, e não se pode desprezar sua atuação política proativa. Grupos empresariais se engajam politicamente quando um governo significativamente afetar seus negócios (BONARDI e outros, 2006). Esta seção trata dos mecanismos pelos quais os grupos atuam, no sentido de participar do processo político e perseguir sua vantagem competitiva, baseado na abordagem da economia política.

A conexão política das firmas com o governo é um fenômeno mundial que explicita os mecanismos pelos quais os grupos empresariais se conectam com o governo: quando o governo é acionista de grandes grupos empresariais direta ou indiretamente; quando o empresário entra na política ou é indicado a um serviço no governo (podendo influenciar na legislação, obter informações privilegiadas ou até influenciar o governo favorecendo suas empresas); quando políticos aposentados fazem parte dos conselhos das empresas ou assumem cargos executivos (possuindo maior conhecimento legislativo e um acesso maior aos políticos-chave); quando as empresas reali-

zam doações às campanhas políticas (BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2011); e até quando os empresários estabelecem os próprios canais de interação empresa-governo contatando os políticos especificadamente. Em troca de um apoio ao político, este atuará em prol da empresa (LAZZARINI, 2011).

Trabalhos como os de Lazarinni (2011), Schuler, Rehbein e Cramer (2002), Bonardi Holburn e Vanden Bergh (2006), Pearce (2001a) mostram que os mecanismos de conexão política utilizados pelos grupos empresariais possuem fins diversos como acesso aos políticos, acesso às informações, acesso ao processo legislativo, tratamento preferencial e até proteção contra governos não facilitadores. Um dos mecanismos possíveis para a “operacionalização” destas conexões é a doação às campanhas políticas (CLAESSENS e outros, 2008). Em seu trabalho, Claessens e outros (2008) argumentam que as doações aos candidatos vitoriosos tiveram um forte impacto positivo no retorno das ações, além de ganhar acesso preferencial a financiamento de bancos, demonstrando que o acesso a recursos financeiros dessas empresas é privilegiado, ou seja, as empresas se conectam politicamente para obter capital financeiro. Outros trabalhos, como os de Bandeira-de-Mello e Marcon (2005; 2011), Fisman (2001) e Faccio e outros (2006), também mostram a relação da conexão política com maior desempenho das empresas e grupos e maior acesso a financiamentos. Ou seja, grupos que se conectam politicamente obtêm mais e maiores empréstimos, além de obterem maiores retornos sobre o patrimônio. Lazarinni (2011), outro pesquisador dos grupos empresariais e sua relação com o governo, argumenta que a relação clientelista é evidente: a conexão política via doações às campanhas são utilizadas em troca de benefícios diretos ou indiretos às empresas privadas.

Os trabalhos que abordam as conexões políticas são vários. Muitos desses trabalhos atestam a influência positiva da conexão política, via doações às campanhas, no desempenho e acesso a financiamento ou empréstimos dos grupos empresariais como os do Claessens e outros (2008) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2011). Outros abordam o potencial de criação de valor às empresas na filiação aos grupos empresariais frente às alterações institucionais, como o de Khanna e Palepu (2000). Outros ainda abordam a importância das conexões políticas utilizando outros mecanismos de conexão, como o de Faccio (2006). Os estudos sobre economia política colocam o escopo de diversificação dos grupos empresariais como uma dimensão importante que confere poder ao grupo por demonstrar o “peso” desse grupo na economia (SCHNEIDER, 2009; SCHNEIDER E MAXFIELD, 1997), mas nenhum trabalho abordou a influência na diversificação, utilizando os grupos empresariais como unidade de análise, das doações às campanhas políticas

como forma de conexão política. Em mercados emergentes os grupos podem ter motivos políticos para favorecer uma diversificação (Hoskisson, 2005).

Assim como os fatores econômicos, os fatores políticos tendem a levar os grupos a uma conglomeração e diversificação (GRANOVETTER, 1994); portanto, argumenta-se aqui que os grupos usem as doações para campanhas políticas como uma forma de conexão política para aumentar seu tamanho e poder político. Propõe-se, portanto, a seguinte hipótese:

H2: A conexão política influencia positivamente na diversificação dos grupos empresariais brasileiros.

## METODOLOGIA

Para a realização desta pesquisa, uma regressão em painel com efeito fixo foi desenvolvida com o objetivo de testar a influência da conexão política na diversificação dos grupos empresariais no Brasil, *vis-à-vis* a evolução das instituições de mercado. Bandeira-de-Mello e Marcon (2011) e Xavier (2011) utilizaram o método de dados em painel com efeito fixo para tratar as diferentes influências das conexões políticas nos grupos empresariais. Na hipótese H1, a variável de interesse é a variável institucional; na hipótese H2, a variável de interesse é a política. Pesquisas como a de Lee, Peng e Lee (2008) e Hoskisson e outros (2005) trabalham com a variável de diversificação para os grupos empresariais.

Os dados do painel sobre os grupos empresariais no Brasil foram capturados do anuário *Valor Grandes Grupos* e abrangem os anos 2001 a 2008, período esse que engloba as pós-reformas institucionais, mais precisamente as privatizações da década de 1990. Dentro desse período, são contemplados efeitos de três períodos eleitorais: 1998, 2002 e 2006, já que os anos de 2001 e 2002 da base de dados ainda poderiam sofrer influência da eleição de 1998. O anuário *Valor Grandes Grupos* lista, em *ranking*, os 200 maiores grupos brasileiros, utilizando como critério o faturamento bruto. Dados das doações para as campanhas políticas, utilizados para a derivação da variável independente, foram capturados no *site* do Tribunal Superior Eleitoral, que disponibiliza os valores doados por cada empresa e para quantos e quais candidatos essas doações foram registradas. Os dados das variáveis de controle, dados financeiros das empresas, foram capturados na *Economática*. O *IEF, index of economic freedom*, da *Heritage Foundation*, foi utilizado como variável de controle institucional.

Existe uma dificuldade em utilizar os grupos empresariais como unidade de análise: a existência de informações públicas e completas sobre os grupos no Brasil ainda é limitada. A

publicação principal utilizada neste estudo, *Valor Grandes Grupos*, lista entre os 200 grandes grupos publicados em suas edições apenas as principais empresas filiadas aos grupos. Outra dificuldade que segue neste estudo é a captura de informações sobre as doações políticas dos grupos no Brasil, já que as informações disponíveis dizem respeito às empresas individuais. As informações públicas disponibilizadas referem-se às doações das empresas e não dos grupos, assim como as informações financeiras na *Economática*. Para superar esse problema, foi definido o seguinte critério: as *holdings* listadas na Bolsa de Valores possuem informações que abrangem todo o grupo empresarial. Quando comparado os valores disponíveis na *Economática*, das *holdings* listadas em Bolsa, com os valores disponíveis dos grupos no *Valor Grande Grupos*, pode-se fazer representatividade dos valores financeiros/econômicos da *Economática* para os grupos. Ou seja, as informações daquelas *holdings*, listadas, são representativas do grupo como um todo. Dos 200 grupos utilizados na base, vindos da publicação *Valor Grandes Grupos*, apenas 95 atendiam aos critérios utilizados na pesquisa para superar os problemas (*holding* principal do grupo listada em Bolsa com dados que são representativos ao grupo como um todo). Ao final, o painel foi formado por 760 observações de 95 grupos durante oito anos.

Para a construção do índice de diversificação dos grupos, seguiu-se a metodologia proposta por Khanna e Yafeh (2005). Os autores trabalharam com um índice de decomposição de dois dígitos. Para esta pesquisa, foi construído um índice de dois dígitos considerando o nível 55 de classificação industrial disponível no Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. Com isso, foi feita a identificação de qual indústria cada empresa, de cada grupo em cada ano, participa.

Para a construção de uma variável exógena que mensurasse conexão política, denominada aqui *deltacand*, foi construída uma variável mensurada pela diferença entre o número de candidatos eleitos e não eleitos do total de candidatos que receberam financiamento político em uma determinada eleição. Essa variável é uma *proxy* da força da conexão política do grupo, sendo seu valor atribuído de maneira exógena pelo resultado da eleição. Assume-se que a eleição é um processo competitivo, cujos resultados independem da escolha de um grupo específico. O fato de essa variável ser exógena dispensa utilização de instrumentos para correção de problemas de causalidade reversa nas regressões. A forma defasada da conexão política foi modelada para capturar em que momento dos quatro anos de mandato o efeito da conexão na diversificação aparece. Outros estudos também utilizaram a diferença entre candidatos ganhadores e perdedores para o financiamento de campanha política (CLAESSENS e outros, 2008; LAZZARINI, 2012).

A conexão política, operacionalizada pelas doações às campanhas, é a *proxy* mais objetiva de conexão política. Outras pesquisas que utilizam noções de laços de amizade para configurar conexão política são vagas e não objetivas. O contexto brasileiro permite utilizar as doações às campanhas como a medida mais direta e objetiva de conexão política (BANDEIRA-DE-MELLO E MARCON, 2011). A utilização de doações às campanhas é uma maneira de “comprar” a conexão política. Uma vez estabelecida, a relação é clara: o político “pega” o dinheiro e a empresa ganha o favor (SAMUELS, 2001). Trabalhos como os de Claessens e outros (2008) e Bandeira-de-Mello e Marcon (2011) utilizam as doações às campanhas como *proxy* da conexão política.

As variáveis financeiras dos grupos e indicadores institucionais utilizados como controle no modelo de regressão são: (1) *Ebitda\_atw* – Lucro (antes de juros, impostos, depreciações e amortizações) dividido pelo valor do ativo capturado da *Economática*; (2) *Lnequity* – Capital social do grupo em sua forma logarítmica, capturado do *Valor Grandes Grupos* e tratado no Stata; (3) *Netprofit* – Lucro líquido do grupo, capturado da *Economática*; (4) *Lncapex* – Investimentos em bens de capital, capturado da *Economática* e; (5) *Leveragew* – Alavancagem financeira do grupo, (capital próprio / capital de terceiros) uma *proxy* para financiamento de dívida do grupo; (6) *Interest* – taxa de juros de curto prazo, da base de dados do *World Competitiveness Yearbook*. Medida adicional para controlar as falhas no mercado de capitais e; (7) *Cred\_rat* – índice de risco de crédito do país. Igualmente, é uma medida adicional para controlar as falhas no mercado de capitais. Algumas variáveis (1 e 5) foram tratadas pelo processo *winsorização*, retirando os valores extremos acima e abaixo do percentil 99 e 1, respectivamente. Outras variáveis (2 e 4) foram utilizadas em sua forma logarítmica pela necessidade de normalizar valores discrepantes. As variáveis financeiras foram utilizadas como controle para retirar, na regressão, a causalidade da diversificação oriunda do próprio esforço da empresa (desempenho).

De acordo com a teoria de custos de transação, quando as instituições melhoram, o poder dos grupos tende a diminuir. Ou seja, a variação institucional afeta os grupos empresariais. Para isso é necessário um índice que mensure as variações institucionais no país para que se analise a influência dessas alterações na diversificação dos grupos empresariais. Existem vários índices que analisam as variações institucionais nos países, como: *promarket reforms index for latin america* da ONU (MORLEY, MACHADO e PETTINATO, 1999); *promarket reforms index for latin america* do Banco Interamericano de Desenvolvimento (LORA, 2001); *measure of economic freedom of the world* do Instituto Fraser (GWARTNEY, LAWSON e EASTERLY, 2007); *Composite-Heritage Morley index* do FMI (SAHAY

e GOYAL 2006); e *Index of economic freedom* da *Heritage Foundation* (SAHAY e GOYAL, 2006), mas decidiu-se por utilizar o índice da *Heritage Foundation* baseando-se na disponibilidade de dados do período analisado, além de existirem trabalhos que atestam alta correlação entre os índices citados (CUERVO-CAZURRA e DAU, 2009), justificando a utilização de apenas um dos índices. A partir disso, esta pesquisa utilizou o índice de liberdade econômica como independente para testar a hipótese de que a melhoria institucional influencia negativamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros.

O *Ief – Index of Economic Freedom* – Índice de Liberdade Econômica, da *Heritage Foundation*, é um índice calculado para 183 países pela fundação e publicado anualmente. Medido de 0 a 100, o índice mostra que quanto maior o valor, maior a liberdade econômica de um país. Esse índice foi utilizado como variável para representar as mudanças institucionais no país e engloba:

(1) Liberdade econômica – Estabelecimento, operação e encerramento de um negócio;

(2) Liberdade de comércio – A liberdade de comércio mensura a existência de barreiras tarifárias e não tarifárias que afetem a importação e exportação de produtos e serviços. Essa medida é baseada em uma média ponderada das tarifas alfandegárias, e numa escala que considera as barreiras não tarifárias. A escala que mede as barreiras não tarifárias compreende: restrições quantitativas (embargos e cotas), restrições de preço (sobretaxas, tarifas antidumping), restrições regulatórias (medidas fitossanitárias, legislação referente à embalagem), restrições ao investimento (controle de câmbio), restrições alfandegárias (procedimentos), e direta intervenção do governo (subsídios, política industrial, monopólios);

(3) Liberdade fiscal – A liberdade fiscal é uma medida de sobrecarga fiscal exercida pelo governo. São considerados os impostos diretos e indiretos, imposto de renda de pessoas jurídicas e o total da carga fiscal, medida como um percentual do PIB. Três fatores são considerados: a maior alíquota vigente para o imposto de renda individual, a maior alíquota vigente para o imposto de renda corporativo e o percentual do PIB representado pelas receitas tributárias;

(4) Gastos governamentais – Os gastos governamentais são mensurados pelo percentual do PIB que tais gastos representam. São incluídas nessa medida as transferências nos níveis governamentais: nacional, estadual e local. Como esse componente considera reduzidos gastos governamentais um indicativo de reformas de mercado, países muito pobres, com pequena capacidade de investimento, podem ser erroneamente considerados. Esse componente do índice não considera aspectos qualitativos dos gastos. A escala de mensuração desse

componente é quadrática; dessa forma somente gastos muito excessivos o afetam significativamente.

(5) Liberdade monetária – A liberdade monetária combina uma medida de estabilidade de nível geral de preços com uma avaliação dos controles de preços exercidos no país. Tanto a inflação quanto o controle de preços podem representar falhas no mercado de produtos. Esse componente considera como *benchmark* estabilidade de preços sem intervenção governamental. Os fatores relevantes para esse componente são a média ponderada da inflação nos três últimos anos e controles de preços existentes. Como controles de preços são qualitativos, o componente é formado pela média da inflação descontada de um fator que categoriza o nível dos controles. Para que 85 países com moderada inflação possam ter índices distintos dos países com hiperinflação, é usada uma função convexa, raiz quadrada, na operacionalização desse componente.

(6) Liberdade nas relações de trabalho – A liberdade nas relações de trabalho é um componente que aborda o marco legal e regulatório das relações de trabalho do país. São considerados valores dos salários mínimos (nacional, regional, por categoria), leis que inibem demissões, a severidade dos requisitos legais e aspectos monetários envolvendo a contratação, demissão e horas extras. Os seis fatores a seguir são considerados nessa medida: razão entre o salário mínimo e salário médio dos trabalhadores, dificuldade na contratação de empregados, rigidez do horário de trabalho, dificuldade na demissão, aviso-prévio legal e custas rescisórias.

(7) Liberdade na realização de investimentos – A liberdade na realização de investimentos analisa o fluxo de investimentos de capital. O valor do componente varia de 0 a 100, sendo que o valor 100 representa um país sem nenhum tipo de restrição ao fluxo de capitais de pessoas e empresas, tanto internamente quanto através de suas fronteiras. A natureza das restrições impostas pelos países pode ser bem variada: limitações cambiais; distintas regras para transferências, pagamentos e investimentos; legislação específica para alguns setores da economia; e impostos. As restrições podem também se apresentar como excessiva burocracia ou corrupção, limitada infraestrutura ou risco político.

(8) Liberdade financeira – A liberdade financeira mensura a eficiência do sistema bancário e a independência do sistema financeiro em relação ao governo. A existência de bancos, seguradoras e outros agentes financeiros controlados direta ou indiretamente pelo Estado reduzem o valor do componente. O valor do componente varia de 0 a 100, sendo que o valor 100 representa um país em que a influência governamental seja mínima, o Banco Central atue com total independência, a concorrência seja livre e a legislação/regulação do setor seja restrita.

(9) Direitos de propriedade – O componente direitos de propriedade avalia a capacidade que o país oferece a seus agentes econômicos, sejam pessoas ou empresas, de acumular riqueza com a devida proteção legal. É medido em escala de 0 a 100 o grau de proteção à propriedade sob o ponto de vista legal e a observância de tais leis pelo governo do país. A análise também contempla o sistema judiciário: sua independência, eficiência, existência de corrupção e facilidade com que agentes econômicos podem acioná-lo em defesa do fiel cumprimento de contratos.

(10) Ausência de corrupção – A ausência de corrupção é um componente que mede o grau de insegurança e incerteza nas relações econômicas. O valor é derivado inicialmente do Corruption Perceptions Index (índice de percepção de corrupção) divulgado pela Transparência Internacional ([www.transparency.org](http://www.transparency.org)), que avalia o grau de corrupção em cerca de 180 países.

Além do *IEF*, outras variáveis institucionais foram utilizadas: *Interest* – taxa de juros de curto prazo, da base de dados do *World Competitiveness Yearbook*, medida adicional para controlar as falhas no mercado de capitais no país, utilizada em pesquisas recentes sobre grupos empresariais no Brasil (XAVIER, 2011), e *Cred\_rat* – índice de risco de crédito do país, medida adicional para controlar as falhas do mercado de capitais no país. Foi adicionado também um controle para os efeitos transitórios das indústrias através dos anos. O software Stata foi utilizado e também o comando *xtreg, fe* para ajustar o modelo com *cluster-robust standard errors* (CAMERON e TRIVEDI, 2010).

## ANÁLISE DOS RESULTADOS

Encontramos forte suporte às nossas hipóteses de que as melhorias institucionais influenciam negativamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros e de que as conexões políticas, via doações às campanhas, influenciam positivamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros.

Os resultados desse estudo têm grandes implicações teóricas para a literatura de grupos empresariais. Primeiro, fornecendo evidência empírica dos efeitos diretos das conexões políticas, via doações às campanhas, na diversificação dos grupos empresariais. Segundo, ainda empiricamente, utilizando a diversificação como uma dimensão importante dos grupos empresariais. Terceiro, ainda empiricamente, utilizando o próprio grupo empresarial como unidade de análise. Teoricamente, esse estudo testa duas abordagens teóricas para a diversificação dos grupos empresariais, encontrando forte evidência para colocar a abordagem da economia política como uma explicação alternativa dos grupos empresariais no Brasil e em outros países emergentes. O estudo não tem o objetivo de substituir

uma explicação, de custos de transação, por outra, das conexões políticas, e sim mostrar a existência de uma abordagem teórica que melhor explica, no caso do Brasil, a diversificação dos grupos empresariais.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas dos grupos empresariais da amostra. A média de vendas dos grupos empresariais da amostra fica em torno de R\$ 23 milhões. A quantidade média de empresas nos grupos empresariais é de 20 empresas. A diversificação média dos grupos empresariais é acima de 4 indústrias/setores. O índice médio de integração vertical é de 2.42 nos grupos empresariais da amostra.

TABELA 1. Estatística descritiva dos dados obtidos dos grupos empresariais no Brasil

Variáveis	Empresas que fazem doação			Empresas que não fazem doação			Probabilidade – test-t (H = 0)
	Obs.	Média	Desvio padrão	Obs.	Média	Desvio padrão	
Diversificação	235	4,19	2,20	305	3,68	2,01	0,00
Lnequity	232	7,23	1,45	297	6,98	1,58	0,06
Netprofit	237	862,63	2523,42	297	731,21	3425,03	0,62
Ebitda_atw	261	0,16	0,09	350	0,15	0,09	0,29
Lncapex	261	12,06	1,87	353	12,00	1,85	0,70
Leveragew	268	-0,22	16,06	366	-0,05	18,37	0,90

Na Tabela 2, a variável de conexão política, *deltacand*, apresenta resultados positivos e significantes em todos os modelos da regressão. Isso mostra que, mesmo controlando para as variações no ambiente institucional e os fatores financeiros e econômicos dos grupos, a conexão política dos grupos empresariais, ou seja, doar mais para candidatos eleitos do que não eleitos, tem efeito no aumento da diversificação e consequentemente no crescimento dos grupos empresariais no Brasil. Ou seja, os grupos empresariais brasileiros aumentaram sua diversificação após as doações às campanhas políticas.

Tanto nos modelos em que a variável independente é a variável de conexão política quanto nos modelos em que a variável independente é a institucional, as hipóteses são suportadas. A conexão política influencia positivamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros e a melhoria das instituições influencia negativamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros. Vale ressaltar que, mesmo nos modelos em que se colocou a variável de conexão política como independente e a variável institucional como uma variável de controle, estas e aquelas permanecem com mesmo sinal, positivo para conexão política e negativo para institucional, e significantes.

Especificadamente na eleição de 2002, a conexão política influenciou positivamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros, mesmo quando controlados para fatores financeiros e institucionais, mesmo quando em resultado defasado. Quando se colocou a variável institucional como independente, esta apresentou resultado que suporta a hipótese H1: a melhora das instituições influencia negativamente a diversifica-

ção dos grupos empresariais brasileiros. Assim como a hipótese H2 também é suportada: a conexão política influencia positivamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros.

Especificamente na eleição de 2006, a conexão política influenciou positivamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros, mesmo quando controlados para fatores financeiros e institucionais, mesmo quando em resultado defasado. Quando se colocou a variável institucional como independente, essa apresentou resultado que suporta a hipótese H1: a melhora das instituições influencia negativamente a diversificação dos grupos empresariais brasileiros. A hipótese H2 também foi suportada. O comportamento diferente fica por conta da não significância da variável institucional no modelo em que a variável de conexão política foi utilizada como independente em seu modo defasado.

Esses resultados econométricos indicam que a abordagem da economia política é uma explicação alternativa para a diversificação dos grupos empresariais, além da explicação baseada na teoria institucional, a de custos de transação. As hipóteses H1 e H2 foram suportadas e o fator que tende a aceitar uma explicação política ao invés de uma explicação institucional é que, mesmo controlando para as variações institucionais e fatores econômicos/financeiros, os grupos empresariais continuam se diversificando. Esses resultados corroboram com outras pesquisas que utilizaram as conexões políticas e o seus efeitos nos grupos empresariais (CLAESSES e outros, 2008; BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2011), utilizando agora outra dimensão: a diversificação.

TABELA 2. Resultados das regressões de efeito fixo para diversificação

Variáveis Independentes	Eleições de 2002	Eleições de 2002	Eleições de 2002	Eleições de 2002	Eleições de 2006	Eleições de 2006	Eleições de 2006	Eleições de 2006
Deltacand	<b>0,10**</b> 0,04		<b>0,09**</b> 0,04		<b>0,03***</b> 0,01		<b>0,03***</b> 0,01	
Deltacand t+1				<b>0,08**</b> 0,04				<b>0,02**</b> 0,01
Deltacand t+2				<b>0,05*</b> 0,03				
lef		<b>-0,13**</b> 0,05	<b>-0,12**</b> 0,05	<b>-0,16**</b> 0,07		<b>-0,11*</b> 0,06	<b>-0,11*</b> 0,06	-0,09 0,06
Interest		0,02 0,02	0,02 0,02	0,01 0,02		-0,001 0,02	-0,01 0,02	-0,003 0,02
Cred_rat		<b>-0,04***</b> 0,01	<b>-0,04***</b> 0,01	<b>-0,06***</b> 0,02		-0,02 0,02	-0,02 0,02	-0,02 0,02
Ebitda_atw	<b>5,21**</b> 2,02	<b>5,13**</b> 2,12	<b>5,12**</b> 1,97	3,54 2,20	2,25 1,87	2,19 1,99	2,25 1,87	2,13 1,91
Lnequity	-0,24 0,31	-0,40 0,31	-0,31 0,32	-0,32 0,28	0,09 0,14	0,11 0,13	0,09 0,14	0,13 0,12
Netprofit	<b>0,0001*</b> <b>0,0008</b>	0,0001 0,0001	<b>0,0001*</b> <b>0,00009</b>	<b>0,0003***</b> <b>0,0001</b>	<b>0,0002**</b> <b>0,0001</b>	<b>0,0002**</b> <b>0,0001</b>	<b>0,0002**</b> <b>0,0001</b>	<b>0,0002**</b> <b>0,0001</b>
Lncapex	-0,12 0,16	-0,11 0,16	-0,09 0,16	-0,06 0,17	-0,12 0,07	-0,10 0,08	-0,12 0,07	-0,1 0,08
Leveragew	<b>0,008*</b> <b>0,005</b>	<b>0,01***</b> <b>0,005</b>	<b>0,01**</b> <b>0,005</b>	0,006 0,005	-0,007 0,005	-0,01* 0,005	-0,007 0,005	<b>-0,01*</b> <b>0,005</b>
Const_	<b>6,33*</b> <b>3,23</b>	<b>17,15***</b> <b>4,23</b>	<b>15,30***</b> <b>4,11</b>	<b>17,93***</b> <b>5,12</b>	<b>12,51***</b> <b>4,67</b>	<b>11,74**</b> <b>4,92</b>	<b>12,51***</b> <b>4,67</b>	
Efeitos transitórios	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	284	284	284	233	173	173	173	173
Números dos grupos	74	74	74	72	70	70	70	70
R2	0,40	0,39	0,42	0,48	0,42	0,38	0,42	0,41

Nota: \*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,10. Erros-padrões entre parênteses (Correção robusta por grupo)

## CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou analisar a influência da conexão política na diversificação dos grupos econômicos brasileiros testando duas abordagens teóricas dos grupos empresariais. Para atingir esse objetivo, foram descritas na fundamentação teórica a definição de grupos empresariais, as abordagens teóricas de custos de transação e economia política. Foram também delimitadas a base de dados dos grupos empresariais a ser trabalhada, as variáveis dependentes que representassem a diversificação dos grupos empresariais e o método adotado (regressão em painel com efeito fixo) para capturar a influência na diferença dos períodos analisados. Foi também descrita a utilização de uma variável institucional com o objetivo de testar as abordagens teóricas no que diz respeito à diversificação dos grupos empresariais brasileiros. O principal resultado obtido após essas etapas foi a constatação da influência da conexão política na diversificação dos grupos econômicos brasileiros, mesmo controlando para as variações insti-

tucionais e fatores econômicos/financeiros que poderiam levar os grupos a esses resultados.

Os grupos aumentam sua importância na economia, diversificando-se para aumentar a força política e colher frutos dessa relação. Mesmo com a melhoria das instituições, que levaria os grupos a diminuir sua diversificação, a conexão política desses grupos empresariais os leva a diversificarem-se mais. Os grupos utilizam as doações às campanhas, mais especificamente doando mais a candidatos eleitos, para aumentarem sua força política e obterem acesso superior aos políticos, maior acesso às informações, maior acesso ao processo legislativo (SCHULER, REHBEIN e CRAMER, 2002), tratamento preferencial (BONARDI, HOLBURN e VANDEN BERGH, 2006) e até proteção contra governos não facilitadores (PEARCE, 2001). Essa força política dos grupos é conquistada via conexão política, que pode ser atingida por meio das doações às campanhas.

Este estudo complementa o crescente corpo da literatura que estuda os efeitos das conexões políticas nas empresas, utilizando para isso uma unidade de análise diferente – os grupos empresariais –, e abordando dimensões ainda pouco exploradas, como a diversificação. A maioria das pesquisas existentes utiliza empresas individuais como unidades de análise, embora reconhecendo o fato de que as mais importantes empresas em economias emergentes são membros de grupos. Assim como no trabalho do Claessens (2008), este trabalho utiliza os investimentos (doação) em candidatos eleitos (*deltacand*) para analisar a influência das conexões políticas sobre a diversificação dos grupos econômicos no Brasil.

Este estudo traz também, como importante contribuição teórica, a questão levantada de qual mecanismo influencia o crescimento dos grupos empresariais: se é o mecanismo econômico – baseado na teoria de custos de transação em que a redução das falhas institucionais leva os grupos a reduzirem sua força econômica – ou o mecanismo político – em que os grupos aumentam, crescem, diversificam-se mais para aumentar sua força política, para obter mais vantagens de um maior acesso e de uma possível influência no jogo político. Para Hoskisson e outros (2008), os grupos tenderiam a diminuir sua diversificação com as reformas de mercado. Baseado na teoria de custos de transação, os grupos iriam se deparar com custos de transação menores na economia e, para não incorrer em custos organizacionais, diminuiriam sua diversificação, concentrando em seus *core business*. Este trabalho contrapõe essa questão mostrando que, sob a teoria da economia política, os grupos se diversificam mais para aumentar seu poder político (SCHNEIDER, 2009), mesmo com a melhora das instituições. E o fazem por meio de doações para campanhas políticas, em uma relação

clientelista (LAZARINNI, 2011), em que há benefícios diretos e indiretos para os grupos.

Futuros estudos podem explorar outros modelos estatísticos que sejam mais condizentes com uma abordagem com grupos empresariais como unidade de análise e que tenham um *fit* maior com a disponibilidade de informações, como o caso do Brasil. Modelos como o de Arellano-Bond (1991) podem ser utilizados, caso a base apresente um grande número de observações e um pequeno número de tempo no painel. O aumento da base de dados, com dados mais atuais de doações a campanhas, deve ser incorporado à base para resultados mais atualizados e de períodos de mandatos políticos completos (4 anos).

Outros tipos de conexões políticas podem ser explorados nos mesmos moldes desse estudo, incorporando as análises da influência das conexões políticas na reestruturação de ativos/crescimento dos grupos empresariais no Brasil, assim como o aprimoramento de variáveis institucionais mais específicas dos *institutional voids* pode ser incorporado aos modelos aqui testados, para que forneçam análises mais completas e mais consistentes da influência das conexões políticas na diversificação dos grupos empresariais no Brasil.

Limitações deste trabalho estão relacionadas à coleta de dados. As informações de doações às campanhas disponíveis no TSE são de difícil correlação com os grupos. A superação desse problema se deu pela escolha de empresas listadas em Bolsa, que disponibilizaram resultados pertencentes ao grupo como um todo. Isso inviabiliza a captura de dados de doações de grupos que não estejam listados em Bolsa. Ademais, a captura de dados dos grupos depende de fontes jornalísticas. A difícil delimitação das fronteiras dos grupos empresariais também é uma limitação para trabalhos que utilizem os grupos como unidade de análise.

## REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S. Groups in Brazil. In: COLPAN, A.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. (Eds). The Oxford handbook of business groups. New York: Oxford University Press, 2010.
- ARELLANO, M; BOND, S. Some tests of specification for panel data: monte Carlo evidence and an application to employment equations. The Review of Economic Studies, v.58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- AZEVEDO, P. F; DIAZ, M.D.M; GRAMAUD, A; TONETO, R. Economia. São Paulo: Atlas, 2004.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R; MARCON, R. Unpacking firm effects: modelling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments. BAR-Brazilian Administration Review, v. 2, n. 1, p. 21-37, 2005.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R; MARCON, R. The Sustainability of Business Group Political Capabilities: Evidences from Brazil. In: ANNUAL MEETING

- OF THE ACADEMY OF MANAGEMENT, 1, 2010, Montreal. *Annals*. Montreal: AOM, 2010.
- BANDEIRA-DE-MELLO, R; MARCON, R. The value of business group affiliation for political connections: preferential lending in Brazil. In: *ANNUAL MEETING OF THE ACADEMY OF MANAGEMENT*, 2, 2010, Montreal. *Annals*. Montreal: AOM, 2011.
- BRESSER-PEREIRA, L. C; DINIZ, E. Empresariado industrial, democracia e poder político. *Novos Estudos*, n. 84, p. 83-100, 2009.
- BONARDI, J-P; HILLMAN, A; KEIM, G. D. The attractiveness of political markets: implications for firm strategy. *Academy of Management Review*, v. 30, n. 2, p. 397-413, 2006.
- BONARDI, J-P; HOLBURN, G. L. F; VANDEN BERGH, R. G. Nonmarket strategy performance: evidence from U.S. electric utilities. *Academy of Management Journal*, v. 49, n. 6, p. 1209-1228, 2006.
- BONELLI, R. *As estratégias dos grandes grupos industriais brasileiros nos anos 90*. Texto para discussão, Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 1998.
- BOUBAKRI, N; COSSET, J-C; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, n. 5, p. 654-673, 2008.
- CAMERON, A; TRIVEDI, P. *Microeconometrics using Stata*. Texas: Stata Press, 2009.
- CARNEY, M; GEDAJLOVIC, E. R; HEUGENS, P. M. A. R; VAN ESSEN, M; VAN OOTERHOUT, J. H. Groups affiliation, performance, context, and strategy: a meta-analysis. *Academy of Management Journal*, v. 54, n. 3, p. 100-200, 2011.
- CHANDLER, A. *Scale and Scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge: Harvard University Press, 1990.
- CHANG, S. J; CHOI, U. Strategy, structure and performance of Korean groups: a transaction cost approach. *The Journal of Industrial Economics*, v. 37, n. 2, p. 141-158, 1988.
- CHANG, S. J; HONG, J. How much does the business group matter in Korea? *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 3, p. 265-274, 2002
- CHUNG, C. Markets, culture and institutions: the emergence of large groups in Taiwan, 1950s-1970s. *Journal of Management Studies*, v. 38, n. 5, p. 719-745, 2001.
- CHUNG, C. Beyond Guanxi: network contingencies in Taiwanese groups. *Organization studies*, v. 27, n. 4, p. 461-489, 2005.
- CLAESSENS, S; DJANKOV, S; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in east Asian corporations. *Journal of financial economics*, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000a.
- CLAESSENS, S; FEIJEN, E; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, v. 88, p. 554-580, 2008.
- COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- COLPAN, A; HIKINO, T. Foundations of Groups: Towards an integrated Framework. In: COLPAN, A; HIKINO, T; LINCOLN, J. (Eds.). *The Oxford handbook of business groups* (Chap. 2). New York: Oxford University Press, 2010.
- Contas nacionais. *Matriz de insumo-produto Brasil 2000/2005*. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE. n. 23, 2008.
- CUERVO-CAZURRA, A; DAU, L. A. Promarket reforms and firm profitability in Developing Countries. *Academy of Management Journal*, v. 52, n. 6, p. 1348-1368, 2009.
- FACCIO, M. Differences between Politically Connected and Non-Connected Firms: A Cross Country Analysis, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=918244>. Acesso em 10.11. 2011.
- FACCIO, M; MASULIS, R; MCCONEL, J. Political connection and corporate bailouts. *Journal of Finance*, v. 61, n. 6, p. 2597-2635, 2006.
- FAN, J. P. H; HUANG, J; OBERHOLZER-GEE, F; ZHAO, M. Corporate Diversification in China: Causes and Consequences. *CEI Working Paper Series 2008-3*, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2008.
- FISMAN, R. Estimating the value of political connections. *The American Economic Review*. v. 91, n. 4. p. 1095-1102, 2001.
- FISMAN, R; KHANNA, T. Facilitating development: the role of groups. *World Development*, v. 32, n. 4. p. 609-628, 2004.
- GHEMAWAT, P; KHANNA, T. The nature of diversified groups: a research design and two case studies. *Journal of Industrial Economics*, v. 46, n. 1, p. 35-61, 1998.
- GRANOVETTER, M. Coase revisited: business group in the modern economy. *Industrial and Corporate Change*. v. 4, n. 1, p. 93-130, 1995.
- GRANOVETTER, M. Groups and Social Organization. In: SMELSER, N; SWEDBERG, R. (Eds). *Handbook of Economic Sociology*, 2. ed. Princeton University Press and Russell Sage Foundation, 2005.
- GUILLEN, M. F. Business groups in emerging economies: a resource-based view. *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 362-380, 2000.
- GONENC, H; KAN, O. B; KARADAGLI, E. C. Business groups and internal capital markets. *Emerging Markets Finance and Trade*. v. 43, n. 2, p. 63-81, 2007.
- GWARTNEY, J; LAWSON, R; EASTERLY, W. *Economic freedom of the world: 2006 annual report*. Vancouver: Fraser Institute, 2007.
- HAGGARD, S; MAXFIELD, S; SCHNEIDER, B. R. Theories of business and business-State relations. In: Schneider, B. R.; Maxfield, S. (Eds.). *Business and the State in developing countries*. New York: Cornell University Press, 1997.
- HILLMAN, A; HITT, M. Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation, and strategy decisions. *Academy of Management Review*. v. 24, n. 4, p. 825-842, 1999.
- HOSKISSON, R. E; HITT, M. Antecedents and performance outcomes of diversification: a review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, v. 16, n. 2, p. 461-509, 1990
- HOSKISSON, R. E; HILL, C; KIM, H. The Multidivisional Structure: organizational Fossil or Source of Value? *Journal of Management*, v. 19, n. 2, p. 269-298, 1993.
- HOSKISSON, R. E; EDEN, L; LAU, C. M; WRIGHT, M. Strategy in emerging economies. *The Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 249-267, 2000.
- HOSKISSON, R. E; JOHNSON, R. A; TIHANYI, L; WHITE, R. E. Diversified groups and corporate refocusing in emerging economies. *Journal of Management*, v. 31, n. 6, p. 941-965, 2005.
- KHANNA, T; PALEPU, K. G. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, v. 75, n. 4, , p. 41-51, 1997.
- KHANNA, T; PALEPU, K. G. Policy shocks, market intermediaries, and corporate strategy: the evolution of business groups in Chile and India. *Journal of Economics e Management Strategy*, v. 8, n. 2, p. 271-310, 1999.

- KHANNA, T; PALEPU, K. G. 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, 2000.
- KHANNA, T; PALEPU, K. G. The future of groups in emerging markets: long-run evidence from Chile. *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 268-285, 2000.
- KHANNA, T; RIVKIN, J. W. Estimating the Performance Effects of business groups in Emerging Markets. *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 1, p. 45-74, 2001.
- KHANNA, T; YAFEH, Y. Business Groups in Emerging Markets: paragons or Parasites? *Journal of Economic Literature*, v. 45, n. 2, p. 331-372, 2007.
- KHANNA, T; YAFEH, Y. Business Groups and Risk Sharing around the World. *Journal of Business*, v. 78, n. 1, p. 301-340, 2005.
- KIM, H; HOSKISSON, R. E; TIHANYI, L; HONG, J. The evolution and restructuring of diversified business groups in emerging markets: the lessons from Chaebols in Korea. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 21, n. 1, p. 25-48, 2004.
- KOCK, C. J; GUILLEN, M. F. Strategy and structure in developing countries: business groups as an evolutionary response to opportunities for unrelated diversification. *Industrial and Corporate Change*, v. 10, n. 1, p. 77-113, 2001.
- LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LAZZARINI, S. G. *Capitalismo de laços*. São Paulo: Campus, 2011.
- LAZZARINI, S. G; MUSACCHIO, A; BANDEIRA-DE-MELLO, R; MARCON, R. What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002 – 2009. *Working paper*, 2012.
- LEE, K; KANG, Y. Business groups in China. In: COLPAN, A.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. (Eds). *The Oxford handbook of business groups*. New York: Oxford University Press, 2010.
- LEE, K; PENG, M. W; LEE, K. From diversification premium to diversification discount during institutional transactions. *Journal of World Business*, v. 43, n. 1, p. 47-65, 2008.
- LEFF, N. H. Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups. *Economic Development and Cultural Change*, v. 26, n. 4, p. 661-675, 1978.
- LI, H; MENG, L; WANG, Q; ZHOU, L. Political connections, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, v. 87, n. 2, p. 283-299, 2008.
- LI, W; HE, A; LAN, H; YIU, D. Political connections and corporate diversification in emerging economies: Evidence from China. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 29, n. 3, p. 799-818, 2011.
- LORA, E. *Structural reforms in Latin America: what has been reformed and how to measure it*. Washington: Research department - Inter-American development bank, 2001. IADB Research Department Working Paper, n. 466/2001.
- MORCH R. Foundations of business groups: Towards an integrated Framework. In: COLPAN, A; HIKINO, T; JAMES, R. L. *The Oxford handbook of business groups*. New York: Oxford University Press, p. 602-629, 2010.
- MORLEY, S. A; MACHADO, R; PETTINATO, S. *Indexes of structural reform in Latin America*. Santiago, Chile: ECLAC, 1999. Série reformas econômicas 12.
- PEARCE, J. L. How we can learn how governments matter to management and organization. *Journal of Management Inquiry*, v. 10, n. 2, p. 103, 2001a.
- PENG, M. W; DELIOS, A. What determines the scope of the firm over time and around the world? An Asia Pacific perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 23, n. 4, p. 285-405, 2006.
- QUEIROZ, M. V. *Grupos econômicos e modelo brasileiro*. 1972. Tese de Doutorado em Sociologia, Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1972.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: an introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata. *Center for Global Development Working Paper Number 103*, 2006.
- SAMUELS, D. Money, elections, and democracy in Brazil. *Latin American Politics and Society*, v. 43, n. 2, p. 27-48, 2001.
- SAHAY, R; GOYAL, R. Volatility and growth in Latin America: an episodic approach. *IMF Working paper*, n. 06/287, 2006.
- SCHNEIDER, B. R; MAXFIELD, S. Business, the State, and economic performance in developing countries. In: *Business and the State in developing countries*. New York: Cornell University Press, 1997.
- SCHNEIDER, B. R. A comparative political economy of diversified groups, or how states organize big business. *Review of International Political Economy*, v. 16, n. 2, p. 178-201, 2009.
- SCHULER, D; REHBEIN, K; CRAMER, R. Pursuing strategic advantage through political means: a multivariate approach. *Academy of Management Journal*, v. 45, n. 4, p. 659-672, 2002.
- WILLIAMSON, O. E. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: Free Press, 1975.
- WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*. v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.
- WILLIAMSON, O. E. *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press, 1985.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory Econometrics: a modern approach*. Thomson: South-Western, 2nd edition, 2002.
- XAVIER W. G. *O efeito das mudanças institucionais em business groups no Brasil*. Tese de Doutorado em Administração e Turismo da Universidade Vale do Itajaí, Biguaçu, 2011.
- YIU, D. W; BRUTTON, G. D; LU, Y. Understanding business group performance in an emerging economy: acquiring resources and capabilities in order to prosper. *Journal of Management Studies*. v. 42, n. 1, p. 183-206, 2005.
- YIU, D. W; LU, Y; BRUTTON, G. D; HOSKISSON, R. E. Groups: an Integrated Model to Focus Future Research. *Journal of Management Studies*, v. 44, n. 8, p. 1551-1579, 2007.