

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
NÍVEL DOUTORADO

LUIZ FELIPE JOSTMEIER VALLANDRO

**FATORES DETERMINANTES DA DIREÇÃO DA ESTRATÉGIA DE
DIVERSIFICAÇÃO DE GRUPOS EMPRESARIAIS: TEORIA E
EVIDÊNCIAS DO BRASIL**

São Leopoldo

2016

Luiz Felipe Jostmeier Vallandro

**FATORES DETERMINANTES DA DIREÇÃO DA ESTRATÉGIA DE
DIVERSIFICAÇÃO DE GRUPOS EMPRESARIAIS: TEORIA E
EVIDÊNCIAS DO BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Trez
Co-orientador: Prof. Dr. Rodrigo dos Santos Verdi

São Leopoldo
2016

V177f Vallandro, Luiz Felipe Jostmeier
Fatores determinantes da direção da estratégia de
diversificação de grupos empresariais : teoria e evidências do
Brasil / por Luiz Felipe Jostmeier Vallandro. – 2016.
182 f.: il., 30 cm.

Tese (doutorado) — Universidade do Vale do Rio dos
Sinos, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2016.
Orientação: Prof. Dr. Guilherme Trez; Coorientação: Prof.
Dr. Rodrigo dos Santos Verdi.

1. Estratégia de diversificação. 2. Direção da diversificação.
3. Diversificação relacionada. 4. Diversificação não-relacionada.
5. Fatores determinantes. 6. Grupos empresariais. 7. Economias
emergentes. I. Título.

CDU 658.012.2

Catálogo na Publicação:

Bibliotecária Vanessa Borges Nunes - CRB 10/1556

Luiz Felipe Jostmeier Vallandro

**FATORES DETERMINANTES DA DIREÇÃO DA ESTRATÉGIA DE
DIVERSIFICAÇÃO DE GRUPOS EMPRESARIAIS: TEORIA E EVIDÊNCIAS DO
BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Aprovado em 14 de junho de 2016.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Fernando Bins Luce – Universidade Federal do Rio Grande do Sul -
UFRGS

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva – Universidade Federal do Rio
Grande do Sul - UFRGS

Prof. Dr. Jorge Renato Verschoore Filho – Universidade do Vale do Rio dos
Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. Rafael Teixeira – Universidade do Vale do Rio dos Sinos -
UNISINOS

Dedico essa tese à minha esposa Natalie e aos meus filhos Martina e Bernardo, fontes de inspiração, compreensão, carinho e segurança durante toda essa trajetória.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de dizer que a ordem dos agradecimentos não significa a importância que cada um teve nesse processo. Todos foram igualmente importantes na minha trajetória, e para cada um de vocês eu digo: Muito Obrigado!

Primeiramente, faço um agradecimento muito especial a toda a minha família: À minha esposa Natalie e aos meus filhos Martina e Bernardo, que sempre estiveram do meu lado dando carinho e apoio irrestritos, foram os alicerces necessários e as minhas inspirações durante toda essa travessia. Agradeço também aos meus pais Luiz e Valkiria pela criação que tive e por me proporcionarem a educação necessária para chegar até aqui com discernimento e sabedoria, e aos meus irmãos Rafael e Marcelo, meus parceiros de toda a vida.

Também agradeço ao meu sogro, professor Dr. José Carlos Ferraz Hennemann, que sempre me incentivou a prosseguir na carreira acadêmica e realizar o doutorado, e a minha sogra Laís, pelo apoio e incentivo dados em todos os momentos, principalmente naqueles em que as dificuldades surgiram.

Agradeço aos meus amigos do coração, que sempre estiveram comigo e souberam compreender que, muitas vezes, tive que estar afastado do convívio com eles para poder me dedicar a esse projeto de vida.

À minha equipe da Unisinos, nas pessoas da Silvana Model, Adriano Orengo e Sandra Lissot, que me deram todo o suporte conduzindo a nossa Unidade de Finanças e Gestão de Pessoas com competência para que eu pudesse me ausentar das atividades executivas para poder fazer a tese. Sem eles, certamente eu não teria vencido essa etapa.

Quero dedicar uma parcela especial do meu agradecimento ao reitor da Unisinos, Pe. Marcelo Fernandes de Aquino, que me incentivou a fazer o doutorado. Mas mais do que isso, uma figura humana ímpar, que me motivou, aconselhou, esteve do meu lado em todos os momentos, principalmente naqueles mais difíceis, com palavras de afeto e sabedoria, e sempre acreditou que eu poderia superar esse desafio. Pe Marcelo, meu muito obrigado!

Ao professor João Zani, pró-reitor de administração da Unisinos, que me orientou no mestrado e tem me acompanhado nessa trajetória de vida acadêmica e

executiva, não só como colega de trabalho, mas também como parceiro de pesquisa e, acima de tudo, um amigo.

Igualmente, agradeço aos demais membros da reitoria da Unisinos, ao vice-reitor, Pe. José Ivo Follmann, ao pró-reitor acadêmico, Pe. Pedro Gilberto Gomes, e ao chefe de gabinete, professor Carlos Alberto Cruz, pela compreensão e apoio que tive durante todo o doutorado.

Agradeço a professora Yeda Swirki de Souza, e em nome dela a todos os professores do PPGA da Unisinos, por ter acreditado no meu projeto de doutorado e me aceito como aluno no Programa de Pós-Graduação em Administração da Unisinos.

Ao meu grande parceiro, professor Cristiano Richter, que também trilhou esse caminho do doutorado nessa mesma época. A troca de ideias, o compartilhamento das angústias, a identificação de caminhos e, principalmente, a ajuda recíproca que nos demos para vencer esse projeto de vida ficará marcado para sempre. Em especial, o privilégio que tivemos de compartilhar uma experiência de vida singular no exterior com nossas famílias, em função da realização do doutorado sanduíche em Boston. Quantas ideias e discussões profícuas surgiram a partir de um café no fim de tarde em alguma cafeteria no centro de Boston. Muito obrigado meu amigo.

Quero fazer um agradecimento especial também ao professor Rodrigo Verdi por ter me oportunizado a experiência única de realizar o doutorado sanduíche em uma das melhores instituições de ensino e pesquisa do mundo, o Massachusetts Institute of Technology – MIT. Não apenas por isso, mas principalmente pela maestria e tranquilidade com que me orientou ao longo do estágio doutoral. As discussões, os “puxões de orelha” e os debates sempre construtivos me deram os fundamentos necessários para a realização desse projeto. Além disso, agradeço por ter conhecido essa figura humana maravilhosa. Uma pessoa com todos os predicados. Certamente, mais do que uma relação de orientando-orientador, uma relação de amizade construída e que será preservada para sempre.

Ao professor Jairo Procianoy, grande parceiro, por ter sido a primeira pessoa a me incentivar a fazer o doutorado, lá na banca do mestrado, dizendo: “Não pare por aqui. Agora é o doutorado”. Mas também pelos conselhos sempre importantes e pelas

portas que sempre me abriu desde o início dessa caminhada, sendo uma delas com o professor Verdi, o que possibilitou a minha ida para o estágio doutoral no exterior.

Aos professores Fernando Bins Luce e Jorge Renato Verschoore, que aceitaram o desafio de contribuir para o desenvolvimento desse trabalho como avaliadores, desde o ensaio teórico, passando pela banca de qualificação, até o momento da avaliação dessa tese.

Aos professores Carlos Eduardo Schonerwald e Rafael Teixeira, pelos valiosos ensinamentos em métodos quantitativos, o que me encorajou a seguir pesquisando dentro dessa técnica de pesquisa.

Aos colegas do doutorado, pelo compartilhamento das diversas experiências que tivemos ao longo dessa trajetória, sejam elas de alegrias, anseios ou angústias.

À CAPES, pela bolsa concedida para a realização do doutorado sanduíche no Massachusetts Institute of Technology – MIT.

Deixo para o fim um agradecimento especial ao meu orientador, professor Guilherme Trez, pela parceria e cumplicidade estabelecida durante essa longa jornada de mais de quatro anos. Minha gratidão pela paciência, sabedoria e tranquilidade com que me orientou e conduziu esse processo de construção da tese, mas principalmente pela amizade que criamos.

A todos, o meu agradecimento de coração. Muito Obrigado!

RESUMO

Este estudo investigou os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil. Utilizando a teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985) e a teoria da agência (JENSEN e MECKLING, 1976) como pilares teóricos, o estudo se propôs a analisar a influência de um conjunto de fatores sobre a escolha da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais brasileiros, que ocorre no sentido de negócios relacionados ou não relacionados (diversificação relacionada X diversificação não-relacionada) à atividade principal do grupo. A estratégia empírica considerou uma amostra de 51 grupos empresariais identificados entre os 200 maiores grupos do Brasil entre 2009 e 2014, de acordo com a publicação do anuário Valor Grandes Grupos. A direção da diversificação tomou a forma de uma variável binária, com valor igual a 1 para a diversificação não-relacionada e zero para a diversificação relacionada. As variáveis utilizadas como os determinantes da direção da diversificação foram: lucratividade, endividamento, *capex*, risco, ativos físicos, ativos intangíveis, estrutura de propriedade considerando apenas um acionista controlador com ao menos 50% +1 das ações com direito a voto (Definido1), estrutura de propriedade formada por um grupo de acionistas compartilhando o controle (Definido2) e controle familiar. Duas variáveis de controle foram adicionadas: tamanho e oportunidades de crescimento. Os testes empíricos foram executados utilizando regressões probit painel para dados empilhados. As evidências sugerem que existe um conjunto de fatores que influencia a direção da estratégia de diversificação perseguida por grupos empresariais brasileiros. A principal conclusão é que fatores como endividamento, risco, *capex* e controle acionário exercido por um grupo de acionistas compartilhando o controle do grupo empresarial influenciam positivamente a probabilidade da escolha da diversificação não-relacionada. Por outro lado, fatores como ativos intangíveis e estrutura de propriedade considerando apenas um acionista controlador com ao menos 50% +1 das ações com direito a voto do grupo influenciam negativamente a probabilidade da escolha da diversificação não-relacionada.

Palavras-chave: estratégia de diversificação, direção da diversificação, diversificação relacionada, diversificação não-relacionada, fatores determinantes, grupos empresariais, economias emergentes.

ABSTRACT

This study investigated the determinants of the direction of diversification strategy of business groups in Brazil. Using both transaction costs theory (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985) and agency theory (JENSEN & MECKLING, 1976) as theoretical pillars, this study aimed to analyze the influence of a set of factors on the choice of the direction of diversification strategy of Brazilian business groups, that occurs towards related or unrelated businesses (related vs. unrelated diversification, respectively) to the main activity of the group. The empirical strategy considered a sample of 51 business groups identified among the 200 largest business groups in Brazil between 2009 and 2014, according to the publication of the yearbook Valor Grandes Grupos. The direction of diversification took the form of a binary variable, with the value of one for unrelated diversification, and zero for related diversification. The variables used as the determinants of the direction of diversification were: profitability, debt, capex, risk, physical assets, intangible assets, ownership structure considering only one shareholder holding at least 50% +1 of the shares with voting rights (Definido1), ownership structure formed by a group of shareholders sharing the control (Definido2), and family control. Two control variables were set: size and growth opportunities. Pooled probit panel regressions were used to run the empirical tests. The evidence suggest that a set of factors influences the direction of diversification strategy pursued by Brazilian business groups. The main conclusion is that factors like debt, risk, capex, and ownership structure formed by a group of shareholders sharing the control of the business group influence positively the probability of the choice of unrelated diversification. On the other hand, factors like intangible assets and ownership structure considering only one shareholder holding at least 50% +1 of the shares with voting rights influence negatively the probability of the choice of unrelated diversification.

Keywords: *diversification strategy, direction of diversification, related diversification, unrelated diversification, determinant factors, business groups, emerging economies.*

LISTA DE ABREVIATURAS

BMF&BOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuro e Bolsa de Valores de São Paulo

CNAE 2.0 – Classificação Nacional de Atividades Econômicas

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GE – Grupos Empresariais em Economias Emergentes

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

TA – Teoria da Agência

TCT – Teoria dos Custos de Transação

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatísticas Descritivas.....	112
Tabela 2: Matriz de Correlação para as Variáveis dos Modelos	115
Tabela 3: Fatores Determinantes da Direção da Diversificação.....	122
Tabela 4: Fatores Determinantes da Direção da Diversificação à Luz do Modelo de Cragg	144

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Benefícios Econômicos da Internalização e Estratégia Corporativa	51
Quadro 2: Teoria da Agência: Visão Geral.....	60
Quadro 3: Variável Dependente, Variáveis Independentes e Variáveis de Controle Utilizadas na Estratégia Empírica.....	97
Quadro 4: Relações Esperadas das Variáveis Independentes com a Variável Dependente para a Diversificação Não-Relacionada.....	104
Quadro 5 - Resumo dos Resultados Obtidos à Luz das Hipóteses de Pesquisa	149

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Quadro Referencial Teórico para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação de Grupos Empresariais no Brasil.....	82
---	----

SUMÁRIO

RESUMO.....	7
ABSTRACT	8
LISTA DE ABREVIATURAS.....	9
LISTA DE TABELAS	10
LISTA DE QUADROS	11
LISTA DE FIGURAS	12
1 INTRODUÇÃO.....	16
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS	21
1.2 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÃO DA TESE	28
1.3 DELIMITAÇÃO.....	29
1.4 ESTRUTURA DA TESE.....	30
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	32
2.1 TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO.....	32
2.1.1 Pressupostos Iniciais.....	32
2.1.2 O Quadro das Falhas Organizacionais.....	34
2.1.3 A Empresa como uma Estrutura de Governança	36
2.1.4 Formas Organizacionais: Integração Vertical, Organização Multidivisional, Conglomerados e Empresas <i> Holding</i>	40
2.1.4.1 Integração vertical	40
2.1.4.2 Estrutura multidivisional.....	43
2.1.4.3 Conglomerados e Empresas <i> Holding</i>	45
2.1.5 Teoria dos Custos de Transação e Estratégia de Diversificação	48
2.2 TEORIA DA AGÊNCIA	54
2.2.1 Pressupostos Iniciais	54
2.2.2 Problemas de Agência, Custos de Agência, A Relação Agente-Principal e a Abordagem “Positiva” da Teoria.....	55
2.2.3 O Problema do Fluxo de Caixa Livre	60
2.2.4 Teoria da Agência e Estratégia de Diversificação	65
2.3 GRUPOS EMPRESARIAIS DIVERSIFICADOS EM ECONOMIAS EMERGENTES	69
3 FATORES DETERMINANTES DA DIREÇÃO DA DIVERSIFICAÇÃO DE GRUPOS EMPRESARIAIS NO BRASIL: UMA PROPOSTA	81
3.1 HIPÓTESES DE PESQUISA	86
4 METODOLOGIA DE PESQUISA.....	95
4.1 COMPOSIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	96
4.1.1 Variável Dependente	98

4.1.1.1	Escolha da Direção da Diversificação	98
4.1.2	Variáveis Independentes	98
4.1.2.1	Fatores de Ordem Financeira.....	98
4.1.2.1.1	Lucratividade	99
4.1.2.1.2	Endividamento.....	99
4.1.2.1.3	Dispêndio de Capital	99
4.1.2.1.4	Risco	99
4.1.2.2	Estrutura de Propriedade.....	100
4.1.2.2.1	Controle Acionário	100
4.1.2.2.2	Controle Familiar	102
4.1.2.3	Fatores de Ordem Operacional	102
4.1.2.3.1	Ativos Físicos	102
4.1.2.3.2	Ativos Intangíveis	103
4.1.2.4	Variáveis de Controle	103
4.1.2.4.1	Tamanho	103
4.1.2.4.2	Oportunidades de Crescimento	103
4.1.3	DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS	105
4.1.4	PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS.....	107
4.1.4.1	Modelo de Regressão Probit	107
4.1.4.2	Testes Empíricos para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação.....	110
5	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	112
5.1.1	Estatísticas Descritivas.....	112
5.1.2	Multicolinearidade e Matriz de Correlação.....	114
5.2	TESTES REALIZADOS E CORREÇÕES APLICADAS AOS MODELOS DE REGRESSÃO.....	116
5.2.1	Teste de Hausman para a Estimação dos Painéis	116
5.2.2	Testes de Autocorrelação e de Heteroscedasticidade.....	117
5.2.2.1	Teste de Autocorrelação.....	117
5.2.2.2	Procedimentos para Lidar com a Heteroscedasticidade	119
5.2.2.3	Correção para Autocorrelação e Heteroscedasticidade	119
5.3	ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	120
5.3.1	Principais Resultados para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação.....	120
5.3.2	Análises Adicionais para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação.....	141

5.4 SÍNTESE DOS RESULTADOS OBTIDOS FRENTE ÀS HIPÓTESES PROPOSTAS.....	149
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	150
6.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	154
6.2 OPORTUNIDADES DE PESQUISAS FUTURAS.....	155
REFERÊNCIAS.....	158
APÊNDICES.....	172
APÊNDICE 1.....	173
LISTA DE GRUPOS EMPRESARIAIS INTEGRANTES DA AMOSTRA.....	173
APÊNDICE 2.....	175
POSIÇÃO DOS GRUPOS EMPRESARIAIS NO RANKING DO ANUÁRIO VALOR GRANDES GRUPOS.....	175
ANEXOS.....	177
ANEXO 1.....	178
ORGANOGRAMA DO GRUPO EMPRESARIAL ÉVORA.....	178
ANEXO 2.....	180
ORGANOGRAMA DO GRUPO EMPRESARIAL LOCALIZA.....	180

1 INTRODUÇÃO

A diversificação emergiu como uma temática central nas pesquisas em administração estratégica e tem sido investigada por outras áreas do conhecimento como organização industrial, finanças, marketing e organizações. (RAMANUJAM e VARADARAJAN, 1989). Diversificação ocorre quando a empresa se expande para produzir e vender produtos, ou uma linha de produtos, que não possui interação de mercado (tecnicamente, tendo uma elasticidade-preço igual à zero) com nenhum dos outros produtos da empresa. (RUMELT, 1982). Diversificação também é definida como a entrada de uma empresa ou unidade de negócios em novas linhas de atividades, tanto pelo processo de desenvolvimento interno de negócios, quanto por aquisições, que implique em mudanças na estrutura administrativa, sistemas, e outros processos gerenciais. (RAMANUJAM e VARADARAJAN, 1989).

Abordada de diversas formas pela literatura contemporânea, de maneira geral, os estudos sobre diversificação buscam explicar: Porque as empresas se diversificam (MONTGOMERY, 1994; MONTGOMERY e HARIHARAN, 1991); quais são as escolhas sobre a direção da diversificação (ANSOFF, 1957; HAKO, 1972; RUMELT, 1974; MONTGOMERY, 1982; LEONTIADES, 1983, 1986); quais são os modos de diversificar (CHATTERJEE e SINGH, 1999; CHATTERJEE, 1990); quais são os fatores determinantes da diversificação (CHATTERJEE e WERNERFELT, 1988; 1991; GIBBS, 1993; GOURLAY e SEATON, 2004; BERRY-STÖLZLE et al., 2012; STAGLIANÒ, LA ROCCA e LA ROCCA, 2014; MARTÍNEZ CAMPILLO e FERNÁNDEZ GAGO, 2009), e quais são os efeitos da diversificação sobre o desempenho (RUMELT, 1974; 1982; BETTIS, 1981; PALICH, CARDINAL e MILLER, 2000; MILLER, 2004) e o valor (BERGER e OFEK, 1995; LANG e STULZ, 1994; SERVAES, 1996; CAMPA e KEDIA, 2002) das organizações.

O tema é abrangente e as abordagens têm sido realizadas a partir de diferentes arcabouços teóricos. Os estudos têm utilizado diferentes unidades de análise e vêm produzindo resultados empíricos distintos e controversos.

Entre o conjunto de diferentes abordagens, este trabalho se propôs a investigar os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil. As correntes teóricas da agência (JENSEN e MECKLING, 1976) e dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985) formaram a base conceitual que fundamenta a discussão. O grupo empresarial foi escolhido como

objeto de análise por se entender que seja uma unidade de análise adequada para abordar o tema e por ainda ter sido pouco estudado no contexto da economia brasileira.

A direção da diversificação, também definida como tipos de diversificação (CHATTERJEE e WERNERFELT, 1991), significa o sentido da escolha da empresa em relação aos movimentos de diversificação. Ansoff (1957) e Hako (1972) conceituaram as escolhas da direção da diversificação de três maneiras: (1) *Diversificação vertical*, que significa o primeiro movimento dessa estratégia e está relacionado com a ramificação das partes do processo produtivo da empresa, tais como a separação da produção de componentes, peças, materiais, etc., (2) *diversificação horizontal*, que é a introdução de novos produtos pela empresa, porém fazendo uso do mesmo conjunto de fatores, tais como: conhecimentos, tecnologias, marketing, recursos financeiros, entre outros; em outras palavras, significa a produção de produtos similares, onde a empresa aproveita as sinergias de seus atuais recursos e competências; e (3) *diversificação lateral*, que é o movimento da empresa para outras indústrias além da indústria a que ela pertence.

O elemento principal relacionado à direção da diversificação é que a empresa pode diversificar mantendo a proximidade entre o seu conjunto de negócios, ou ir para outros negócios não relacionados à sua atividade principal, o que ficou conhecido como *diversificação relacionada* e *diversificação não-relacionada*, respectivamente¹. “A noção da direção da diversificação captura as bases e a extensão de parentesco entre as novas e antigas linhas de atividades”. (RAMANUJAM e VARADARAJAN, 1989, p. 526).

Portanto, se a empresa mantém as suas atuais bases de ativos para alocar em outras atividades similares, geralmente dentro da mesma indústria, como forma de buscar sinergia, complementar etapas do processo produtivo, ou reduzir custos de transação, então ela está diversificando na direção de negócios relacionados. Por outro lado, se a empresa se movimenta na direção de outras indústrias e outros

¹ Embora os estudos iniciais de Ansoff (1957) e Hako (1972) tenham apresentado a direção da diversificação utilizando a nomenclatura *Diversificação Horizontal* e *Diversificação Lateral*, o avanço da literatura sobre o tema promoveu a nomenclatura *Diversificação Relacionada* e *Diversificação Não-Relacionada* para tratar a direção da estratégia de diversificação. Este trabalho utilizou essa segunda abordagem para se referir à direção da diversificação.

mercados distintos dos atuais, como forma de expansão, crescimento, ou diminuição do risco, então ela está diversificando em negócios não-relacionados.

Existem duas correntes teóricas que ajudam a explicar a escolha da direção da diversificação. A primeira delas, a teoria da agência (JENSEN e MECKLING, 1976; JENSEN, 1986), trata a estratégia de diversificação à luz dos conflitos de interesses existentes entre os administradores e os proprietários das empresas. Os administradores, na busca por poder, status (JENSEN, 1986), empregabilidade (SHLEIFER e VISHNY, 1989) e redução do risco individual (AMIHUD e LEV, 1981) atuam conforme seus interesses pessoais e são motivados a promover movimentos estratégicos na direção de programas de diversificação como forma de aumentar o tamanho da empresa, conseqüentemente, seu poder, status e empregabilidade, mesmo que esses movimentos resultem em perda de riqueza para os proprietários. Portanto, a estratégia de diversificação, que pode ser associada a formação de grandes conglomerados está relacionada, predominantemente, ao comportamento discricionário dos executivos que, motivados por interesses distintos aos dos proprietários, realizam movimentos em direção a negócios não-relacionados aos atuais negócios da companhia.

A outra abordagem difundida na análise da estratégia de diversificação é a teoria dos custos de transação - TCT (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985), que concentra seus argumentos no pressuposto que a relação de troca (adquirir no mercado X fazer internamente) mais adequada para a empresa será aquela que apresentar os menores custos de transação. Entre um conjunto de elementos, a racionalidade limitada dos tomadores de decisão, o oportunismo dos agentes, a especificidade dos ativos da empresa, entre outros, são componentes centrais no processo de decisão entre fazer internamente ou transacionar no mercado. Além desses elementos, a possibilidade do desenvolvimento de um mercado interno de capitais - ICM² (STEIN, 1997; HUBBARD e PALIA, 1999; BILLET e MAUER, 2000; CAMPELLO, 2002) sinaliza que, em mercados imperfeitos e com altos níveis de assimetria de informação, os custos de transação se tornam elevados, fazendo com que as empresas desenvolvam um mercado interno para minimizar os altos custos e alocar os recursos de forma mais eficiente entre suas diferentes atividades.

² A sigla em inglês significa: *Internal Capital Market*.

Segundo os pressupostos da teoria dos custos de transação, a estratégia de diversificação, por intermédio da formação, principalmente, de grupos industriais multidivisionais (TEECE, 1982) está associada com a busca pela integração de atividades e a obtenção de sinergias pelo uso dos recursos internos excedentes que permitam minimizar os altos custos de transação e melhorar a eficiência operacional das companhias integrantes do grupo. Por esses motivos, a estratégia de diversificação seria predominantemente na direção de indústrias e mercados semelhantes aos atuais (mas não exclusivamente), portanto, em direção a diversificação relacionada.

De maneira mais ampla, a teoria dos custos de transação apresenta uma perspectiva predominantemente positiva para a abordagem da estratégia de diversificação, alicerçada nos argumentos da alocação mais eficiente dos recursos e da redução dos custos de transação pela internalização das atividades da empresa como formas de empreender essa estratégia. Por outro lado, a teoria da agência posiciona a diversificação como uma estratégia que reduz o valor da empresa e a riqueza dos seus proprietários em função, principalmente, dos problemas relacionados ao comportamento discricionário dos administradores.

À luz dos fundamentos da teoria da agência e da teoria dos custos de transação, os grupos empresariais³ se configuram como uma forma organizacional adequada para investigação da direção da estratégia de diversificação.

Os grupos empresariais surgiram como uma forma organizacional alternativa às estruturas organizacionais multidivisionais, aos conglomerados e às empresas *holding* características das economias desenvolvidas. Muitas vezes associados a essas outras estruturas (GRANOVETTER, 1995), algumas definições de grupos empresariais foram convencionadas, tais como: um conjunto de diferentes negócios sob o “guarda-chuva” de um grupo (GHEMAWAT e KHANNA, 1998); uma coleção de empresas cooperantes (GRANOVETTER, 1995); um conjunto de empresas legalmente distintas, sob propriedade e controle comuns (CAINELLI e IACOBUCCI,

³ Segundo Granovetter (1995), os grupos empresariais são um fenômeno difundido mundialmente e conhecido por diferentes nomes: o *keiretsu* no Japão, o *chaebol* na Coreia do Sul, os *grupos econômicos* na América Latina, o “vinte e duas famílias” no Paquistão, entre outros. Embora se tenha ciência das particularidades e das diferentes ênfases dadas ao conceito de grupo empresarial, segundo essas diferentes conceituações, no presente trabalho utilizou-se a nomenclatura *Grupos Empresariais* como sinônimo de todas as abordagens conceituais distintas trazidas pela literatura.

2011); uma forma organizacional multientidade, com portfólio de negócios diversificado (MANIKANDAN e RAMACHANDRAN, 2015), entre outras.

Inicialmente, os grupos empresariais diversificados em economias emergentes surgiram como uma forma de superar as falhas existentes nos mercados externos de produtos, trabalho e capital e para preencher os vazios institucionais causados pelo funcionamento inadequado de instituições como governos, agência reguladoras, entre outros. (KHANNA e PALEPU, 2000a; 2000b; 2010). A partir do momento que essas instituições não são eficientes, fazendo com que muitas das necessidades das empresas não sejam supridas pelos mercados (KHANNA e PALEPU, 1999c), então os custos de transação aumentam para as empresas que operam individualmente. Por esse motivo, os grupos empresariais diversificados surgiram para facilitar as transações entre suas afiliadas e torná-las mais eficientes, diminuindo a exposição aos altos custos de transação. (KHANNA e PALEPU, 2000a; 2000b).

Contudo, os grupos empresariais também podem ser compreendidos como uma forma organizacional adequada para empreender a estratégia de diversificação na direção de negócios relacionados ou não-relacionados. Para Cainelli e Iacobucci (2011), o grupo influencia as decisões estratégicas de suas afiliadas pela sua formação constituída por uma direção unitária e uma coordenação administrativa, privilegiando as sinergias econômicas entre as diferentes empresas integrantes do grupo e os mecanismos organizacionais internos. Para Manikandan e Ramachandran (2015), a forma organizacional multientidade e os múltiplos negócios em seu portfólio geram maiores oportunidades de crescimento para as empresas afiliadas ao grupo. Assim, a formação dos grupos está relacionada com a suas estratégias de negócios, em especial, a diversificação, e não apenas que o grupo surja para superar as carências externas dos mercados e das instituições.

Com base nos elementos expostos acima, o trabalho questiona como os diferentes fatores que interagem e fazem parte das atividades dos grupos empresariais brasileiros, tais como fatores financeiros, fatores relacionados à governança e fatores ligados às operações influenciam na escolha da direção da estratégia de diversificação empreendida por esses grupos.

Espera-se que esse trabalho traga como contribuições para os estudos em estratégia: primeiro, um avanço nas discussões acerca da estratégia de diversificação, como foco na direção da diversificação; segundo, um melhor entendimento sobre os

fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil, pois entende-se que o conjunto de fatores influencie diferentemente os grupos empresariais que se diversificam em negócios relacionados, dos que se diversificam em negócios não-relacionados; e, terceiro, o avanço na compreensão dos grupos empresariais, uma forma organizacional ainda pouco explorada no Brasil.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS

As pesquisas sobre estratégia de diversificação no Brasil ainda são pouco difundidas. O levantamento realizado identificou que os trabalhos desenvolvidos sobre o tema têm se concentrado na abordagem dos efeitos da diversificação sobre desempenho e valor (MENDES-DA-SILVA, 2005; ROGERS, MENDES-DA-SILVA e MENDES DE PAULA, 2008; CARVALHO, MAIA e BARBEDO, 2012; GRZEBIELUCKAS, MARCON e ALBERTON, 2013), na análise do grau de diversificação (WELGACZ et al., 2010), nos efeitos da diversificação sobre a estrutura de capital (NICOLI JR. e FUNCHAL, 2013) e na influência das conexões políticas sobre a diversificação de grupos empresariais. (COSTA, BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2013). Os resultados dessas pesquisas, embora tenham trazido significativas contribuições para o entendimento e avanço do tema, ainda são inconclusivos e levantam muitos questionamentos.

Não obstante, diferentes iniciativas têm avançado nas investigações sobre a estratégia de diversificação de grupos empresariais em economias emergentes. (KHANNA e PALEPU, 1997; 1999b; 2000a; 2000b; HOSKISSON et al., 2005). Entretanto, no Brasil, os estudos ainda necessitam de um maior aprofundamento referente a essa abordagem. Pelo que se tem conhecimento, os trabalhos que contribuíram para a discussão do tema foram apresentados por Rabelo (1996), Bonelli, (1998), Siqueira (2000), Aldrighi e Postali (2010), Ruiz (2012) e Costa et al. (2013).

Os grupos empresariais têm contribuído para o crescimento da economia do Brasil. Entre 2005 e 2014, o crescimento nominal da receita bruta consolidada de vendas dos 200 maiores grupos do país foi de 162,9%, passando de R\$ 1,4 trilhões em 2005, para R\$ 3,6 trilhões em 2014. Nesse mesmo período, o Produto Interno Bruto – PIB brasileiro, em valores nominais, saiu de R\$ 2,2 trilhões em 2005 para R\$ 5,7 trilhões em 2014, resultando um crescimento de 162%. Em 2007, a receita bruta consolidada dos 200 maiores grupos representou aproximadamente 60% do PIB

nacional, em 2011 avançou para 62% e em 2014 atingiu aproximadamente 64% do PIB⁴.

Os dados mostram a importância dos maiores grupos empresariais para o desenvolvimento econômico do país nos diferentes setores industriais. Parte desse crescimento aconteceu por meio dos movimentos de diversificação desses grupos. Nesse sentido, pode-se considerar que os grupos empresariais vêm investindo na diversificação como forma de crescimento. Contudo, existem diferenças importantes entre se manter no foco, ou avançar na direção de outros negócios. Aldrighi e Postali (2010, p. 384) afirmaram que:

A estratégia de diversificação de grupos empresariais é muito variada: Enquanto alguns são focados em setores específicos, outros se envolvem numa gama bastante diversificada de negócios, provavelmente em razão do compartilhamento do risco, ou economias de escopo.

Resgatando o contexto histórico recente dos grupos empresariais, Ruiz (2012) destacou que após o processo de substituição das importações ocorrido no Brasil nas décadas de 1970 e 1980, em que as estratégias dominantes foram voltadas para os mercados internos, houve uma redução do grau de diversificação dos grupos empresariais no país. A recessão do início dos anos 1990, baseada na herança da crise da dívida externa dos anos 1980, levou os grupos a uma gestão de curto prazo, baseada na subsistência dos negócios. (BONELLI, 1998).

A implantação do Plano Real em 1994 proporcionou a estabilização econômica do país e permitiu aos grandes grupos empresariais o desenvolvimento de novas estratégias corporativas. Entre elas, a estratégia de diversificação. Com uma economia mais estabilizada e aberta, menos intervenção por parte do governo, diminuição das políticas protecionistas, processos de privatizações, estabilização da moeda, novas matrizes produtivas, maior competição interna e abertura do mercado externo, os grandes grupos empresariais obtiveram um novo processo de crescimento. (BONELLI, 1998). Assim, a estabilidade econômica proporcionou um novo movimento de diversificação empresarial. (RUIZ, 2012).

Por outro lado, Ruiz (2012) afirmou que nos anos 2000, mesmo que a estabilização dos níveis de inflação tenha gerado uma maior previsibilidade para o

⁴ Os dados sobre a receita bruta dos grupos foram extraídos do anuário Valor Grandes Grupos. As informações sobre o PIB foram coletadas do relatório de mercado produzido pelo banco Santander.

ambiente de negócios, não houve a criação de oportunidades seguras de diversificação. Questões como a concorrência externa acirrada, a continuidade de políticas públicas privilegiando determinados setores, o aumento do crédito para financiamento, mesmo com taxas de juros pouco competitivas em nível internacional causaram um processo dispare das estratégias de diversificação. O contexto econômico do Brasil “forneceu conflitantes sinais para a diversificação dos grupos econômicos nacionais”. (RUIZ, 2012, p. 108).

Portanto, a diversificação de grupos empresariais se tornou um movimento estratégico relevante, ao passo que os grupos empresariais se tornaram uma nova forma organizacional capaz de viabilizar a estratégia de diversificação de negócios, e não somente para atuar como dispositivo financeiro, ou substituto dos mercados imperfeitos.

Motivado pela literatura prévia, esse trabalho propõe avançar um passo além das atuais investigações combinando duas abordagens relacionadas às pesquisas em estratégia de diversificação: os fatores determinantes e a direção da diversificação. Estudos anteriores concentraram esforços no entendimento da estratégia de diversificação a partir da comparação entre empresas individuais que se diversificaram, relativamente às empresas que não se diversificaram. (CAMPA e KEDIA, 2002; MAJUMDAR e SEN, 2006; SERVAES, 1996; SINGH, MATHUR e GLEASON, 2004; MARTÍNEZ CAMPILLO e FERNÁNDEZ GAGO, 2009).

Ao utilizar os grupos empresariais como unidade de análise, o presente estudo partiu de um conjunto de empresas diversificadas na sua essência. O pressuposto central é que já houve a decisão estratégica de diversificar anteriormente, no momento que a empresa individual se tornou um grupo empresarial. Contudo, grupos empresariais que mantiveram o foco em uma única indústria foram considerados como grupos com diversificação relacionada. Por outro lado, os grupos empresariais que diversificaram seus negócios para outras indústrias além da indústria principal foram considerados como grupos com diversificação não-relacionada⁵.

Partindo desse entendimento, o conceito de grupo empresarial assumido para posicionar a pesquisa combinou as definições de Ghemawat e Khanna (1998) e de

⁵ Estudos que utilizaram a empresa individual como unidade de análise consideraram diversificadas as empresas com atuação em mais de uma indústria, enquanto as empresas que permaneceram em somente uma indústria foram consideradas como não diversificadas.

Cainelli e Iacobucci (2011), ficando assim definido: conjunto de empresas legalmente independentes, que estão ligadas pelo “guarda-chuva” de um grupo, geralmente constituído sob a forma de uma empresa *holding*.

Portanto, a lacuna identificada por essa pesquisa recaiu sobre o pouco conhecimento que se tem acerca dos fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais em economias emergentes como o Brasil. De modo geral, estudos anteriores trouxeram um conjunto de evidências para o entendimento dos fatores determinantes das empresas individuais que se diversificaram, relativamente àquelas empresas que não se diversificaram. Além disso, esses estudos investigaram economias desenvolvidas (BERRY-STÖLZLE et al., 2012; CHATTERJEE e WERNERFELT, 1991; MARTÍNEZ CAMPILLO e FERNÁNDEZ GAGO, 2009; GOURLAY e SEATON, 2004; STAGLIANÒ et al., 2014), ou outras economias emergentes (MAJUMDAR e SEN, 2006; RAMASWAMY, LI e PETITT, 2004) com características distintas da economia brasileira. Nesses trabalhos, diferentes conjuntos de fatores, tais como: fatores financeiros, fatores de governança e fatores operacionais foram pesquisados.

Staglianò et al. (2014) identificaram que a liquidez exerce um impacto negativo sobre a probabilidade das empresas italianas diversificarem na direção de negócios não-relacionados, enquanto o endividamento tem uma influência positiva sobre a diversificação não-relacionada. Por outro lado, Chatterjee e Wernerfelt (1991) encontraram uma relação positiva entre liquidez e diversificação não-relacionada e uma relação negativa entre endividamento e diversificação não-relacionada para as empresas norte-americanas. Adicionalmente, os mesmos autores encontraram uma relação negativa entre risco e diversificação não-relacionada, contrário às suas expectativas. Martínez Campillo e Fernández Gago (2009) constataram que o risco exerce uma influência positiva sobre a probabilidade de diversificação das empresas espanholas, enquanto o endividamento tem uma relação negativa. Majumdar e Sen (2006) analisaram a estrutura da dívida das companhias indianas e concluíram que o endividamento exerce uma influência positiva sobre a estratégia de diversificação. Entre outros achados, esses autores trouxeram perspectivas distintas para a influência dos fatores financeiros sobre a diversificação das companhias em diferentes economias.

Gourlay e Seaton (2004) investigaram a estratégia de diversificação de companhias inglesas e constataram que ativos intangíveis como pesquisa e desenvolvimento e capital humano exercem uma influência positiva sobre a diversificação. Chatterjee e Wernerfelt (1988; 1991) encontraram uma influência positiva dos recursos intangíveis sobre a diversificação relacionada (negativa para não-relacionada), evidenciando que a especificidade dos ativos está relacionada com os movimentos de diversificação dentro de atividades semelhantes. Martínez Campillo e Fernández Gago (2009) constataram que os recursos intangíveis estão associados positivamente com a probabilidade das empresas em diversificarem seus negócios. Contudo, tanto Chatterjee e Wernerfelt (1988; 1991), quanto Martínez Campillo e Fernández Gago (2009) não encontraram relação entre os ativos físicos e a estratégia de diversificação.

Outro conjunto de fatores determinantes da diversificação diz respeito ao processo de governança das companhias que, em linhas gerais, está associada às relações existentes entre os administradores e os proprietários (JENSEN e WARNER, 1988) e aos mecanismos internos e externos capazes de minimizar os conflitos existentes nessas relações. (FILATOTCHEV e NAKAJIMA, 2010). Alguns dos principais aspectos para analisar a governança das companhias são: A estrutura de propriedade, que envolve a separação entre propriedade e controle (FAMA e JENSEN, 1983), a distribuição da propriedade, se está nas mãos de famílias, investidores institucionais ou grandes controladores externos (SHLEIFER e VISHNY, 1986; THOMSEN e PEDERSEN, 2000), a participação dos executivos na propriedade da companhia ou somente a sua atuação como administradores (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988), os incentivos aos executivos (BYRD, PARRINO e PRITSCH, 1998), o papel dos conselhos de administração e a sua influência no monitoramento dos administradores. (AGRAWAL e KNOEBER, 1996; SCHIEHLL e DOS SANTOS, 2004).

Gourlay e Seaton (2004) obtiveram suporte para determinados fatores de governança ao identificarem que a proporção de executivos na administração da companhia, em relação ao número total de empregados, exerce uma influência positiva sobre a diversificação. Em relação a quantidade de executivos externos à companhia sobre o total de diretores, os mesmos autores encontraram tanto relações positivas, quanto negativas entre essa variável e a estratégia de diversificação. Dependendo da indústria, os executivos externos exercem uma influência positiva, ou

negativa, sobre a estratégia de diversificação. Sobre os mecanismos de incentivos aos executivos, mensurados pela variável remuneração, Gourlay e Seaton (2004) constataram que uma maior remuneração está relacionada positivamente com a propensão à diversificação.

Berry-Stölzle et al. (2012) evidenciaram uma relação positiva das diferenças de interesses entre administradores e proprietários e a propensão a diversificação não-relacionada para as empresas norte-americanas da indústria de seguros. Ramaswamy, Li e Pettit (2004) pesquisaram as influências da estrutura de propriedade sobre a diversificação das companhias indianas, por meio de fatores como: investidores institucionais, grandes acionistas externos como as instituições financeiras, poder dos executivos e composição dos conselhos de administração, concluindo que os investidores externos tendem a influenciar de maneira negativa a diversificação não-relacionada e que os acionistas externos exercem maior influência do que os executivos internos sobre a diversificação não-relacionada. Ainda, Denis e Denis (1997) e Denis, Denis e Sarin (1997) identificaram uma relação negativa entre a estratégia de diversificação e a participação dos administradores no capital acionário da empresa e a estrutura de propriedade composta de acionistas externos, em consonância com os pressupostos relativos aos problemas de agência.

Partindo dos elementos expostos acima, pode-se verificar que a influência de diferentes fatores sobre a estratégia de diversificação apresenta resultados distintos e, muitas vezes, controversos. Ainda, existe carência sobre um maior entendimento da influência dos fatores em relação à direção da diversificação.

A pesquisa parte do pressuposto que já existe um conhecimento sobre os diferentes fatores determinantes que influenciam as empresas que se diversificam, relativamente às que não se diversificam. Contudo, ainda não se tem maiores evidências sobre os fatores que influenciam os grupos empresariais que se diversificaram em direção a negócios relacionados, ou não-relacionados. Especificamente, quais são os fatores determinantes e como eles influenciam a estratégia de diversificação de grupos empresariais que estão posicionados em diferentes indústrias, relativamente a outros que permanecem focados em uma indústria principal. A partir do posicionamento que a diversificação não é um movimento aleatório, mas sim uma decisão dos proprietários e executivos que

conduzem a empresa (MONTGOMERY, 1994), existem fatores que influenciam a direção da diversificação.

Portanto, entende-se que diferentes fatores exerçam influência sobre a direção da diversificação de grupos empresariais em economias emergentes como no Brasil. Fatores de ordem financeira, fatores relacionados à propriedade e ao controle dos grupos, além de fatores relacionados às suas atividades operacionais podem influenciar de forma distinta a direção da diversificação do grupo, se em negócios não-relacionados ou relacionados.

Com base nesses pressupostos, o seguinte problema de pesquisa foi desenvolvido: *Quais são os fatores determinantes da estratégia de diversificação de grupos empresariais brasileiros que perseguem a diversificação não-relacionada, ou que perseguem a diversificação relacionada, e como eles influenciam a direção da diversificação?*

Os pressupostos teóricos dos grupos empresariais abrangem o contexto das economias emergentes no seu todo. Entretanto, sua aplicação empírica esteve interessada especificamente no contexto brasileiro. Para sustentar os argumentos teóricos, a estratégia empírica empreendida investigou os maiores grupos empresariais do país entre 2009 e 2014, segundo a classificação do Anuário Valor Grandes Grupos⁶. Segundo Aldrighi e Postali (2010), a extensão da diversificação varia significativamente entre os maiores grupos empresariais brasileiros. Corroborando com esses autores, o trabalho identificou grupos que são focados em um único setor industrial (ex.: Telefônica e Marfrig), e outros que conduzem negócios em uma ampla gama de indústrias não-relacionadas (ex.: Cosan e Klabin).

Com base no problema de pesquisa, foi definido o seguinte objetivo geral: Identificar os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de

⁶ O anuário Valor Grandes Grupos é uma publicação anual feita pelo Grupo Valor Econômico, que classifica os 200 maiores grupos empresariais do Brasil pelo critério do faturamento bruto, nos 4 principais setores industriais: comércio, serviços, indústria e finanças. A publicação traz o ranking dos 200 maiores grupos, e também o organograma de cada grupo, onde nele constam a empresa *holding* (definido no trabalho como o Grupo Empresarial) e as demais empresas que compõem esse grupo, com a participação acionária (direta e indireta) das companhias integrantes do grupo empresarial, umas com as outras, e delas com o grupo. Essa participação mostra se uma companhia controla outra (linhas contínuas), ou não (linhas tracejadas). A título de ilustração do conceito de *grupo* estabelecido no trabalho, os anexos 1 e 2 apresentam o organograma do grupo empresarial Évora, classificado no trabalho como grupo com diversificação não-relacionada, e do grupo empresarial Localiza, classificado como grupo com diversificação relacionada, respectivamente.

grupos empresariais no Brasil. Os objetivos específicos foram: (1) identificar a influência de fatores de ordem financeira sobre a direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil; (2) identificar a influência de fatores de ordem operacional sobre a direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil; e (3) identificar a influência da estrutura de propriedade sobre a direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil.

1.2 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÃO DA TESE

O trabalho se justifica pela contribuição que está sendo trazida para um dos campos da literatura sobre estratégia corporativa ainda pouco difundida no Brasil, a estratégia de diversificação, que ainda tem apresentado evolução teórica restrita e resultados empíricos controversos e inconclusivos. A pertinência do trabalho está na abordagem da estratégia de diversificação corporativa a partir do foco nos fatores determinantes da direção da diversificação. Outro argumento que justificativa a realização do trabalho é a escolha de uma unidade de análise ainda pouco investigada em estudos sobre estratégia no país, os grupos empresariais, que também tem levado a resultados inconclusivos até o momento. (DELIOS e MA, 2010).

Assim, entende-se que o trabalho contribua para o avanço das discussões teóricas sobre os fatores que influenciam a direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais em economias emergentes, tendo o Brasil como cenário. Além disso, no campo empírico, possibilitará uma melhor compreensão sobre as estratégias dos grupos empresariais, podendo contribuir para que os agentes econômicos possam desenvolver melhores soluções para essas organizações (Ex.: financiamento), e que os governos estabeleçam políticas institucionais equilibradas para todos os setores, que resultem no fortalecimento dessa forma organizacional como promotora do desenvolvimento em países emergentes.

A partir das justificativas apresentadas para a realização desse trabalho, entende-se que o estudo seja original por acrescentar às atuais discussões os seguintes elementos: (1) A análise da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil; (2) a investigação dos fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil; e (3) o uso dos grupos

empresariais como unidade de análise para entender os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação das companhias brasileiras⁷.

Adicionalmente, entende-se que as seguintes contribuições adjacentes estejam sendo trazidas para os estudos no campo da estratégia de diversificação no Brasil: (1) O enriquecimento da literatura sobre estratégia de diversificação, com ênfase na direção da diversificação e, (2) o avanço da literatura sobre grupos empresariais diversificados em economias emergentes, corroborando com o que já haviam sugerido Costa et al. (2013).

1.3 DELIMITAÇÃO

Embora as pesquisas sobre estratégia de diversificação apresentem diferentes abordagens, conforme destacado na introdução desse trabalho, este estudo se limita a investigar os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação, se em negócios relacionados ou não-relacionados. Não fez parte do escopo do trabalho a investigação de qual das estratégias de diversificação (relacionada; não-relacionada) resulta em melhor desempenho, ou maior geração de valor para os grupos empresariais, conforme apresentado em estudos como os de Khanna e Palepu (2000a; 2000b) e Khanna e Rivkin (2001), entre outros.

Também não fez parte do trabalho a distinção dos modos como os grupos se diversificam, se por meio do desenvolvimento interno de negócios, ou via fusões e aquisições. Mesmo sabendo que o modo de entrada numa indústria sinaliza a direção da diversificação, conforme apresentou Chatterjee e Singh (1999), assim como os fatores determinantes do modo de diversificação também sejam estudados nesse contexto (CHATTERJEE, 1990), empregar essas distinções implicaria desdobramentos diferentes para o trabalho.

Outra questão que não foi considerada na presente pesquisa diz respeito a mudança na direção da estratégia de diversificação. Conhecida como reorientação (*refocusing*) (HOSKISSON e JOHNSON, 1992; HOSKISSON et al., 2005), essa abordagem pressupõe uma mudança no contexto da pesquisa e necessita de outros pressupostos teóricos e tratamentos empíricos, inclusive na definição dos seus

⁷ Costa et al. (2013) utilizaram os grupos empresariais brasileiros como unidade de análise para investigar a influência das conexões políticas sobre a diversificação. Contudo, os autores não focaram sua abordagem a partir da segregação da direção da estratégia de diversificação (relacionada; não-relacionada).

determinantes. Portanto, no desenvolvimento da estratégia empírica, os grupos empresariais que mudaram a direção da estratégia de diversificação ao longo do período de análise foram excluídos da amostra.

A abordagem dos grupos empresariais também pode ser realizada à luz da análise dos grupos piramidais. (ALMEIDA e WOLFENZON, 2006; ALMEIDA et al., 2011). Entretanto, no presente trabalho, essa questão não foi aprofundada, uma vez que o objetivo não foi investigar as diferentes formas organizacionais possíveis para os grupos empresariais, mas utilizá-los como unidade de análise para investigar as diferentes direções da estratégia de diversificação. A investigação da formação piramidal dos grupos empresariais se constituiu no centro dos estudos nas literaturas de finanças e de governança (COLPAN e HIKINO, 2010), mas não é objeto central da análise nas pesquisas em estratégia. Contudo, a essência do conceito de grupos piramidais é tratada no trabalho no momento que se aborda a estrutura de propriedade dos grupos empresariais.

O trabalho envolveu a investigação dos grupos empresariais identificados como os maiores grupos do país, segundo a classificação do anuário Valor Grandes Grupos, no período compreendido entre 2009 e 2014. Embora não se tenha conhecimento de que exista um conceito formalizado de grupo empresarial no Brasil, conforme já havia afirmado Bonelli (1998), entendeu-se que essa classificação contemplaria de forma adequada o conceito definido nesse estudo para a unidade de análise em questão.

Por fim, importante posicionar que o objetivo desse trabalho não foi pesquisar a decisão da empresa de se tornar um grupo empresarial diversificado, ou permanecer uma empresa não diversificada, mas sim investigar que fatores influenciam a direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais em negócios não-relacionados, ou negócios relacionados. De acordo com os conceitos trazidos ao longo do trabalho, o pressuposto central é que os grupos empresariais são uma forma organizacional diversificada na sua essência, seja em negócios relacionados, ou não-relacionados e, portanto, já empreenderam a decisão de diversificar no passado.

1.4 ESTRUTURA DA TESE

O trabalho foi estruturado em seis capítulos. O primeiro capítulo apresenta a introdução, o problema de pesquisa e os objetivos, a justificativa e as contribuições, a delimitação e a estrutura da tese.

O segundo capítulo apresenta o referencial teórico, constituído pela teoria da agência e pela teoria dos custos de transação. O enfoque foi o de trazer os fundamentos centrais das teorias, a abordagem dada pelas teorias em relação à estratégia de diversificação, bem como as relações das teorias com as diferentes estruturas organizacionais. Adicionalmente, foram apresentados os principais fundamentos teóricos dos grupos empresariais, com destaque para os grupos empresariais em economias emergentes, uma vez que eles se constituíram na unidade de análise para investigar a estratégia de diversificação e seus fatores determinantes.

O capítulo três apresenta a proposta de quadro referencial teórico desenvolvido para a tese sobre os fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais e as hipóteses de pesquisa.

O quarto capítulo traz a metodologia de pesquisa utilizada para empreender a estratégia empírica. Nele estão contidas as seguintes seções: composição das variáveis, definição da amostra e coleta de dados e procedimentos econométricos utilizados nos testes empíricos.

O quinto capítulo apresenta a estratégia empírica utilizada para testar a proposta teórica desenvolvida no terceiro capítulo. Esse capítulo faz a análise dos resultados empíricos obtidos a partir da aplicação dos procedimentos econométricos. Nele estão contidas as seções de análise dos resultados preliminares, os testes aplicados aos modelos de regressão e as discussões dos resultados, frente às hipóteses levantadas.

Finalmente, o capítulo seis traz as considerações finais, as limitações do estudo e as oportunidades de pesquisas para estudos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985) e a teoria da agência (ALCHIAN e DEMSETZ, 1972; JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; JENSEN, 1983; FAMA e JENSEN, 1983), a partir desse momento algumas vezes referidas como TCT e TA, respectivamente, compõem o arcabouço conceitual do trabalho⁸. Difundidas na literatura econômica a partir dos anos 1970, a TCT e a TA se constituíram nas bases da discussão contemporânea sobre os fundamentos econômicos e comportamentais nas organizações. Entretanto, seus fundamentos remontam aos anos 1930, a partir das obras de Coase (1937), que abordou o problema dos custos das transações incorrido pelas organizações ao decidirem por produzir seus próprios bens ou adquiri-los no mercado, e de Berle e Means (1932), que retrataram os problemas de agência que ocorrem quando a propriedade e o controle são separados nas grandes corporações. Além dessas, a teoria dos grupos empresariais em economias emergentes (KHANNA e PALEPU, 1997; 2000a; 2000b), referida certas vezes como GE, também reforça os fundamentos teóricos propostos pelo trabalho.

2.1 TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

2.1.1 Pressupostos Iniciais

A abordagem central da teoria dos custos de transação concebida por Williamson (1975; 1979; 1985) reside na ideia de que a melhor forma de transacionar fatores (insumos, produtos e serviços), se via mercado externo, ou internamente dentro da organização (hierarquia), será aquela que resultar nos menores custos de transação para a empresa. Por meio desse princípio, caso os custos de transação no mercado sejam mais elevados, a empresa pode obter maiores benefícios econômicos internalizando as transações dentro da sua própria estrutura organizacional. Jones e Hill (1988, p. 160) resumem que: “os custos de transação são os custos de negociação, execução e monitoramento que devem ser suportados para permitir que uma troca entre duas partes aconteça”.

⁸ Como praticamente a totalidade da literatura que fundamentou o referencial teórico é em língua estrangeira, no decorrer do trabalho as traduções realizadas pelo autor não estão acompanhadas da expressão “tradução nossa”, conforme sugerido nas normas da ABNT.

Anteriormente, a teoria neoclássica sustentava que, na presença de mercados em equilíbrio e sem custos de transação, o ponto central para a organização era a maximização dos lucros. (TEECE, 1982). Por esse motivo, não haveria razão para a empresa desenvolver uma estrutura interna para realizar suas transações, uma vez que, na inexistência de custos de transação, economias de escopo (CHANDLER, 1994) poderiam ser obtidas utilizando as estruturas de mercado para a contratação de insumos e serviços.

Entretanto, como os mercados não são equilibrados, ao contrário, apresentam imperfeições e há problemas de informação entre as partes envolvidas numa negociação, surgem custos associados às transações. (WILLIAMSON, 1975; 1985). Nesse sentido, o centro da discussão recai sobre a relação entre mercado e hierarquia (organização interna), e a principal questão é: A empresa deve adquirir no mercado ou produzir internamente? Portanto, o foco de análise da teoria está nas transações, que se referem às trocas de bens ou serviços de uma parte para a outra (JONES e HILL, 1988), e se (quando) estas devem ocorrer no mercado, ou internamente dentro da própria organização. Conforme Williamson (1979; 1985), isso depende dos custos resultantes dessas transações que, entre outros aspectos, estão diretamente ligados às características das empresas e dos ativos que elas possuem.

A abordagem geral de Williamson (1975, p. 8) para tratar da organização econômica à luz da teoria dos custos de transação é resumida da seguinte maneira:

(1) Empresas e mercados são instrumentos alternativos para complementar um conjunto de transações relacionadas; (2) se um conjunto de transações deve ser executado por meio de mercados, ou dentro da empresa, depende da eficiência relativa de cada uma das formas; (3) os custos de redigir e executar contratos complexos por meio do mercado varia conforme as características dos tomadores de decisões que estão envolvidos com as transações, por um lado, e as propriedades objetivas do mercado, por outro; e (4) embora os fatores humanos e ambientais que impedem as trocas entre as empresas, ou via mercado, se manifestem, de certa forma, diferentemente dentro da empresa, o mesmo conjunto de fatores se aplica para ambos.

Por esses motivos, Williamson (1975) sustentou que a organização interna não incorreria nas mesmas dificuldades impostas pelos contratos autônomos, via mercado, quando surgissem as disputas entre as partes envolvidas numa transação. Entretanto, o conjunto de fatores humanos e ambientais influencia na relação Hierarquia X mercado, gerando custos, e seria a principal causa das dificuldades nas transações. Williamson (1975) assim chamou: Quadro das falhas organizacionais.

2.1.2 O Quadro das Falhas Organizacionais

As falhas organizacionais representam os principais fatores geradores das dificuldades que ocorrem nas transações. Esses fatores resultam em custos para a organização. (JONES e HILL, 1988). De acordo com Williamson (1975, p. 254): “As falhas organizacionais consistem num conjunto de fatores humanos e ambientais que, juntos, explicam a eficácia de uma contratação”. O mesmo autor (1975, p. 8-9) resumiu:

A abordagem dos mercados e hierarquias tenta identificar um conjunto de fatores ambientais que, juntamente com um conjunto relacionado de fatores humanos explicam as circunstâncias as quais um contingente complexo de contratos será custoso para escrever, executar e cumprir. Deparado com essas dificuldades, e considerando os riscos que esses contratos representam, a empresa pode decidir ignorar o mercado e recorrer aos modos hierárquicos da organização. Transações que poderiam ser gerenciadas no mercado são desempenhadas internamente, dirigidas por processos administrativos.

Conforme Williamson (1975) e Jones e Hill (1988), os principais fatores geradores das dificuldades nas transações são:

Racionalidade limitada: Considerada como um fator de ordem humana, se caracteriza pela limitação dos agentes no processamento da informação. Simon (1997) idealizou o conceito alegando que a racionalidade requer um conhecimento completo e uma antecipação das consequências de cada escolha. Entretanto, o conhecimento dessas consequências geralmente é fragmentado. Na medida que o conhecimento é incompleto, existe uma dificuldade em antecipar as consequências da tomada de decisão, o que significa dizer que as possibilidades de comportamento por parte dos agentes são imprevisíveis, uma vez que suas decisões estão baseadas no conjunto de informações disponíveis naquele momento. Williamson (1975) salientou que o problema da racionalidade limitada reside na incapacidade dos agentes em se comunicar com sucesso sobre a natureza de uma transação, que é contratualmente significativa. Por isso, a hierarquia minimizaria o problema permitindo a especialização da tomada de decisão e a redução de custos com comunicação.

Oportunismo: Também caracterizado por ser um fator de ordem humana, significa a busca dos próprios interesses como conduta dos agentes. Dito de outra maneira, os seres humanos têm uma inclinação para se comportar de forma oportunista. Williamson (1985) também destacou que o oportunismo está associado à manipulação e deturpação da informação. Para Williamson (1975), a organização

interna permitiria incentivos adicionais e técnicas de controle para serem exercidas de maneira mais seletiva, servindo para restringir o oportunismo que surge nas transações.

Incerteza e Complexidade: Considerado um fator relacionado ao ambiente, a incerteza está presente em todas as situações no mundo real. Perturbações no ambiente de negócios acarretam inseguranças nas relações de troca entre as partes. Na medida em que o ambiente se torna mais complexo, aumentam as incertezas, principalmente no que tange a possibilidade de comportamento oportunista de ambas as partes envolvidas numa transação. Dessa forma, para Williamson (1975, p. 257): “A hierarquia permite que as unidades interdependentes se adaptem às contingências imprevistas de forma coordenada e, além disso, serve para absorver as incertezas”.

Pequenos Números: Outro fator relacionado ao ambiente, “pequenos números” significa que o mundo real é caracterizado por situações frequentes de relações comerciais que envolvem um contingente reduzido de agentes, como ocorre em oligopólios. Conforme Williamson (1975), transações dessa natureza geram distorções e acarretam custos, pois agentes nessa condição podem se aproveitar e agir de forma oportunista, gerando desequilíbrios nas relações, uma vez que não enfrentam a competição e a rivalidade de mercado. Portanto, a hierarquia surge como alternativa, permitindo que economias sejam percebidas na contratação inicial ou no monitoramento da transação, e que as indeterminações de barganha existentes nas negociações sejam resolvidas por decreto.

Impacto da Informação: Pode ser considerado um fator que está presente em todos os anteriores. Existem diferenças de informação, em maior ou menor grau, entre as partes envolvidas numa transação. Essa diferença é conhecida como assimetria informacional (AKERLOF, 1970; MYERS e MAJLUF, 1984) e gera riscos para a transação. Portanto, à medida que uma das partes possui maior conhecimento do que a outra sobre determinados aspectos que envolvam a transação, abre-se espaço para a atuação de maneira oportunista. Assim, esse fator surge a partir do oportunismo e da incerteza, mas a racionalidade limitada dos atores também impacta tal situação. Por esse motivo, Williamson (1975) sugeriu que a hierarquia, por meio do exercício de seus poderes constitucionais, pode empregar mecanismos, tais como auditorias, para reduzir a assimetria de informação, comum entre transações envolvendo os agentes autônomos.

Especificidade dos Ativos: Também é considerado um fator que impacta as transações de troca entre os agentes. Se refere aos investimentos em ativos os quais são específicos para os requisitos de uma relação de troca em particular. Kochhar (1996) pontua que os custos das transações por meio dos mercados externos serão mais elevados, quanto maior for a especificidade dos ativos envolvidos na transação. Assim, a hierarquia se torna a alternativa mais eficiente para a organização que necessita de ativos muito específicos para realizar suas atividades.

A escolha entre o mercado ou a organização interna (hierarquia) depende, assim, das circunstâncias as quais uma contratação será difícil de ser redigida, cumprida e executada, e isso está diretamente relacionado ao conjunto de fatores, humanos e ambientais, capazes de produzir as dificuldades nas relações de troca entre as partes envolvidas na transação. Conforme Kochhar (1996), questões como o oportunismo e os interesses pessoais levam a incertezas inerentes às transações, gerando conflitos entre as partes envolvidas, o que acarreta custos. Quanto mais acentuados forem esses aspectos característicos do comportamento humano, maiores serão os custos envolvidos. Como resultado, é necessário o estabelecimento de mecanismos de contratação eficientes capazes de minimizar os custos de transação.

Partindo do conjunto de argumentos expostos, Williamson (1975, p. 30) resumiu que, de maneira geral, “a organização interna substitui os mercados, em relação ao capital, trabalho e produtos intermediários, parte porque assume, e efetivamente exerce, certas funções ‘quase legais’”. A partir da abordagem das falhas organizacionais, Williamson (1979) passou a analisar a empresa como uma estrutura de governança, apresentada a seguir.

2.1.3 A Empresa como uma Estrutura de Governança

No momento em que o ambiente externo não é equilibrado, existem falhas nos mercados, problemas de assimetria de informação entre as partes envolvidas numa transação e falhas organizacionais que representam os principais fatores dificultadores das transações e resultam em custos para a organização. Por esses motivos, Williamson (1979; 1985) passou a analisar a empresa como uma estrutura de governança, ao invés de uma função de produção característica da abordagem neoclássica da organização industrial, cujo objetivo era somente a maximização do lucro.

Segundo Williamson (1979), uma vez que existem fatores produtores de custos de transação, estruturas de governança são necessárias para minimizar o oportunismo e inspirar confiança. Assim, o foco passou a ser a governança das relações contratuais, onde a empresa é caracterizada por uma estrutura de governança, regida por contratos, e a transação é a unidade de análise.

Três tipos de estrutura de governança foram consideradas por Williamson (1979) em sua abordagem: (1) A estrutura para lidar com um conjunto de transações não-específicas; (2) a estrutura para lidar com as transações semi-específicas; e (3) a estrutura de governança para tratar de transações altamente específicas. Williamson (1979; 1985) caracterizou cada uma das três estruturas da seguinte forma:

Não-específicas: Pode ser entendida como a estrutura de governança de mercado, onde as partes envolvidas em uma transação têm a liberdade para decidir por continuar mantendo as relações comerciais, ou mudar para outras contratações com agentes diferentes. Essa forma de estrutura de governança é representada pela relação de contrato clássica entre duas partes autônomas. As especificidades dos objetos de troca são relativamente baixas nesse contexto.

Semi-específicas: Esse tipo de estrutura é caracterizado por uma governança trilateral. As transações que necessitam desse tipo de estrutura são aquelas cujo conjunto de transações são ocasionais de tipo misto e altamente idiossincráticas. Transações dessa natureza estão relacionadas à realização de investimentos para propósitos específicos, cujo custo de oportunidade desse ativo para usos alternativos é baixo, ao mesmo tempo que a sua transferência para outros seria de difícil valoração. Nesse sentido, existiria um esforço de ambas as partes para viabilizar o cumprimento dos contratos. Entretanto, dadas as limitações da contratação tradicional por meio do mercado e dos altos custos associados à manutenção de uma estrutura de governança bilateral específica, uma terceira parte é envolvida para mitigar eventuais disputas. Essa terceira parte, geralmente especialistas independentes, são designados para determinar o conteúdo e construir os contratos.

Altamente específicas: Caracterizada por ser a estrutura de governança mais singular, as transações que necessitam de uma estrutura altamente específica são aquelas cujas transações são recorrentes de tipo misto e altamente idiossincráticas. Por envolver situações de características altamente singulares, esse tipo de transação faz com que a dependência da governança de mercado seja arriscada, o que significa

que a formação de uma estrutura de governança especializada seja mais efetiva. Os benefícios dessas estruturas superam os riscos de depender da estrutura de mercado.

Dois tipos de estrutura para intermediar transações altamente específicas podem ser estabelecidos: (1) Governança bilateral (contratação obrigatória), e (2) governança unificada (organização interna). A primeira se caracteriza por um conjunto de transações altamente idiossincráticas. Esse tipo de transação requer, por exemplo, capital físico e humano excessivamente especializado, onde não ficaria evidente a obtenção de economias de escala. Portanto, não se justificaria internalizar todas as transações e, como alternativa, alguns componentes para esse tipo de transação poderiam ser adquiridos no mercado. A segunda estrutura efetivamente se caracteriza pela integração vertical, em que as economias de escala passam a ser percebidas à medida que os ativos físicos e humanos se tornam especializados e alocados para usos específicos. Atividades que requerem esse tipo de especialização se caracterizam pela necessidade de ativos cuja utilização para outras finalidades inexistem. Entretanto, sua utilização é recorrente, o que significa mais benefícios do que custos, justificando a internalização.

Com base nos três tipos de estruturas de governança, Williamson (1985) afirmou que a TCT sustenta a existência de razões econômicas racionais para organizar as transações por intermédio do mercado, ou via hierarquia. As principais dimensões para descrever por que determinadas transações são feitas no mercado, enquanto outras são realizadas internamente são:

Frequência: Significa a relação entre a frequência com que estruturas especializadas são utilizadas para proceder determinadas transações e os benefícios potenciais gerados pela propriedade dessas estruturas. Se os benefícios de estruturas de governança específicas são maiores do que os custos de manter essas estruturas, então os investimentos se justificam. Por outro lado, caso a frequência de uso seja muito baixa e os custos para manter essas estruturas elevados, não justificaria sua realização. Segundo Williamson (1985, p. 60): “Os custos de uma estrutura de governança especializada serão mais facilmente recuperados para grandes transações do tipo recorrentes”.

Incerteza: Está relacionada com a capacidade das estruturas de governança em responder de maneira efetiva a perturbações. Como a incerteza é um componente que está envolvido na ação humana e é um atributo do oportunismo o qual os agentes

estão expostos, sua característica é condicional. Nesse sentido, Williamson (1985) reforça que, se as transações comerciais são facilmente estabelecidas e sua continuidade tem pouco valor, então a incerteza comportamental se torna irrelevante.

Especificidade dos ativos: É considerada a dimensão mais importante para determinar se uma transação deve ser realizada internamente, ou contratada via mercado. De forma ampla, se refere a investimentos em bens de natureza durável feitos para suportar transações em particular. Quanto menor a possibilidade de uso alternativo de determinado ativo, maior a sua especificidade. Por esse motivo, Williamson (1979; 1985) salientou a importância da identidade específica das partes para a transação, o que significa dizer que a continuidade da relação é valiosa, uma vez que o uso desse ativo é de característica restrita. Portanto, as amarrações contratuais nesses tipos de transações se fazem necessárias.

Partes em uma transação geralmente têm a opção entre investimentos de propósito específico ou propósito geral. Assumindo que os contratos são concluídos como pretendidos, o primeiro frequentemente permitirá que economias de custos sejam percebidas. Entretanto, esses investimentos são arriscados, uma vez que ativos específicos não podem ser utilizados para outros propósitos sem que haja um sacrifício de valor produtivo caso os contratos tenham que ser interrompidos ou terminados prematuramente. Investimentos de propósito geral não impõem essas mesmas dificuldades. “Problemas” que surgem durante a execução do contrato podem ser resolvidos num regime de ativos para finalidades gerais por cada parte seguindo o seu caminho (WILLIAMSON, 1985, p. 54).

Portanto, se os ativos são muito específicos, transacioná-los por intermédio do mercado seria mais difícil e poderia resultar em maiores custos. Assim, a organização interna se torna a forma mais eficiente, quanto maiores forem os ativos específicos necessários para a realização de uma atividade.

Para Williamson (1985), existem ao menos quatro tipos de especificidade de ativos que devem ser distinguidos: (a) especificidade do local, (b) especificidade dos ativos físicos, (c) especificidade dos ativos humanos e (d) ativos dedicados. O primeiro, significa o ambiente físico onde determinada atividade se realiza, por exemplo, a localização de uma planta industrial. O segundo, pode ser compreendido por ativos tais como máquinas, equipamentos e plantas industriais, todos estes alocados para a realização de atividades produtivas. O terceiro, é caracterizado pelo capital humano da empresa, seja integrante da força de trabalho operacional, ou alocado em atividades administrativas e estratégicas. O quarto, são os ativos de

natureza dedicada ao uso para uma atividade extremamente singular, tal como um laboratório de pesquisa e desenvolvimento específico para determinada descoberta.

Com base no conjunto de pressupostos que caracterizam a TCT e, de acordo com a abordagem da empresa como uma estrutura de governança, Williamson (1979, p. 234) sintetizou as proposições gerais sobre os custos de transação que devem ser consenso:

- (1) Oportunismo é um conceito-chave para o estudo dos custos de transação;
- (2) oportunismo é especialmente importante para a atividade econômica que envolve investimentos específicos de transação em capital físico e humano;
- (3) o processamento eficiente da informação é um conceito relacionado e importante; e
- (4) a avaliação dos custos de transação é um compromisso institucional.

A partir dos argumentos trazidos pela TCT, na sequência são apresentadas as diferentes formas organizacionais e suas características, à luz dos diferentes elementos integrantes da teoria.

2.1.4 Formas Organizacionais: Integração Vertical, Organização Multidivisional, Conglomerados e Empresas *Holding*

2.1.4.1 Integração vertical

Os pressupostos da teoria dos custos de transação indicam que a questão central reside na tomada de decisão acerca da contratação de insumos, produtos intermediários ou serviços no mercado, ou por meio da internalização das etapas produtivas. Por esse motivo, a empresa deve ser vista como uma estrutura de governança capaz de encaminhar da melhor forma essa decisão. Tal decisão implicará em menores custos de transação para a empresa.

Segundo Williamson (1975), a principal razão para colocar diferentes tarefas de unidades produtivas compostas por tecnologias distintas dentro da mesma organização (hierarquia) está relacionada às transações. Portanto, os custos de transação explicariam a decisão da escolha pela estrutura organizacional interna ao invés do mercado para a realização das transações.

A estrutura organizacional para viabilizar o argumento da internalização de atividades sugerido por Williamson é conhecida como integração vertical, e está associada com o modelo de estrutura funcional da organização, também denominada de Forma-U. Esse modelo pressupõe que todas as etapas produtivas são realizadas dentro da própria organização.

Para retratar o conceito da integração vertical, Williamson (1975, p. 82) fez a seguinte indagação:

Assuma que a produção de um produto final possa ser dividida em uma série de estágios tecnologicamente distintos. A questão é: (1) quando as transações para a produção dos componentes por parte das unidades com tecnologias distintas serão realizadas dentro da empresa, ao invés do mercado intermediário de produtos; e (2) como essas transações internas serão organizadas? Posto de outra forma, dado que o produto final está para ser montado por uma série de componentes separáveis, quais serão comprados, quais serão feitos, e como os últimos serão organizados?

O pressuposto básico do conceito de integração vertical é a substituição das relações de troca por meio dos mercados pela realização dessas transações dentro das fronteiras da própria organização. (PERRY, 1989). O mesmo autor (1989, p. 186) posiciona a integração vertical como:

A propriedade e o controle completo sobre os estágios vizinhos de produção e distribuição. Em particular, uma empresa integrada verticalmente teria flexibilidade completa para realizar decisões de investimento, emprego, produção e distribuição em todas as fases contidas dentro da empresa.

Entretanto, para que a decisão de integrar verticalmente a empresa seja tomada, Perry (1989) afirma que três grandes fatores determinantes devem ser observados: (1) economias tecnológicas; (2) economias transacionais; e (3) imperfeições de mercado. Abordado de uma maneira diferente, Williamson (1975) aponta para os mesmos determinantes que levam à integração vertical: (1) Interdependência tecnológica; (2) mercado de capitais; (3) suporte ao risco e risco moral⁹; e (4) mercado de informações. Os argumentos para cada um dos fatores são os seguintes:

Interdependência tecnológica: Processos produtivos sucessivos, caracterizados por uma sequência lógica de etapas seguidas por tempo e local, que requerem uma complementariedade técnica que torne a configuração da empresa mais efetiva. Os custos elevados de contratação e a complexidade operacional dessas etapas produtivas explicaria a decisão de integrar verticalmente.

Mercado de capitais: A assimetria de informação existente nos mercados de capitais faz com que os provedores de recursos financeiros cobrem um prêmio pelo uso do dinheiro. Uma vez que não existe garantia que os administradores estejam

⁹ O risco moral se refere a falta de esforços por parte do administrador. O argumento é que o administrador simplesmente pode não colocar esforços diante do acordo firmado (EISENHARDT, 1989, p. 61). O aprofundamento dessa questão é feito no capítulo 2.2, que apresenta a Teoria da Agência.

atuando única e exclusivamente na maximização dos lucros corporativos e, ao invés disso, estejam atuando de maneira oportunista para promover seus objetivos próprios, o mercado de capitais externo precifica essa assimetria de informação cobrando um custo adicional pela alocação do dinheiro. Dessa forma, outra função que pode ser exercida internamente pela empresa é a de um mercado interno de capitais, onde fluxos de caixa são alocados entre projetos a um custo menor do que o de obter dinheiro no mercado externo.

Suporte ao risco e o risco moral: O risco moral está associado ao comportamento oportunista de uma das partes após a contratação. (EISENHARDT, 1989). Isso significa dizer que uma das partes pode não agir conforme o contratado. Não obstante, uma vez que existem incertezas de ambas as partes nas transações, os custos de carregar o risco por meio do monitoramento da outra parte podem ser mais elevados. Nesse sentido, a decisão de integração das atividades pode ser mais vantajosa, pois os riscos do comportamento oportunista são minimizados e os custos de monitoramento mais baixos.

Mercado de informações: Existem custos para adquirir informações no mercado. Caso o conjunto de informações relevantes para as etapas relacionadas ao processo produtivo sejam elevadas, a integração vertical passa a ser vantajosa. Contudo, o problema de retratar em contratos todos os termos específicos acordados entre as partes e o posterior custo para monitoramento dos compromissos contratados podem dificultar sua execução.

Por outro lado, mesmo que esses fatores justifiquem a integração vertical, existem limites para a eficiência dessa forma organizacional. Uma vez realizada, a integração vertical não significa que a empresa continue a relação de integração indefinidamente. Na medida em que um fornecedor externo se torna competitivo, o fornecimento interno pode se tornar desfavorável por não apresentar a melhor opção de custos. (WILLIAMSON, 1975).

De acordo com Williamson (1975), os benefícios da integração vertical começam a desaparecer à medida que a empresa cresce de tamanho e algumas transações adicionais se tornam necessárias, não especificamente aquelas ligadas ao processo produtivo. Essa situação leva a organização a incorrer em certas deficiências e gerar custos que extrapolam os benefícios de se ter essa estrutura. Algumas deficiências relacionadas a transações adicionais são: (a) Decisões sobre a

aquisição interna de recursos podem ser distorcidas; (b) a expansão interna gera novas funções e essa proliferação de novas atribuições resulta em conflitos internos; (c) conflitos entre subordinados e chefias; e (d) problemas de comunicação interna. Algumas deficiências relacionadas ao tamanho são: (a) Oportunidades para a atuação discricionária dos administradores, que agem de maneira oportunista perseguindo metas individuais; e (b) assimetria de informação interna, na medida em que a empresa se torna maior e mais complexa.

Portanto, a propensão a distorções as quais a integração vertical diz respeito estão associadas com o aumento de tamanho e as transações incrementais da empresa. Observados esses aspectos, não seria mais viável operar a empresa por meio da forma-U. O surgimento da estrutura multidivisional ocorreu como forma de superar essa limitação.

2.1.4.2 Estrutura multidivisional

As limitações impostas à integração vertical levaram a seguinte questão: “Como a empresa deve ser organizada, caso ela continue a crescer de tamanho e complexidade?” (WILLIAMSON, 1975, p. 132). Para Williamson (1970, p. 109) “A forma multidivisional (Forma-M) pode ser considerada como uma resposta aos problemas enfrentados pelas grandes organizações com forma unitária”. O surgimento da estrutura multidivisional foi considerado por Chandler (1962) como o grande movimento propulsor do crescimento, expansão e diversificação das grandes companhias norte-americanas no século passado.

A principal característica da estrutura multidivisional é a separação que ocorre entre as atividades operacionais e a tomada de decisão estratégica na organização. A empresa estruturada pela forma-M não deixa de ter determinado grau de integração vertical em suas atividades, uma vez que muitas das suas atividades operacionais são executadas internamente. Entretanto, ela não significa a mesma coisa que a forma-U, onde 100% das atividades estão internalizadas em uma única divisão. Por meio das divisões autônomas, a estrutura multidivisional permite que as transações ocorram entre as unidades.

Williamson (1970, p. 120-121) apresentou algumas das principais características e vantagens da forma-M:

1. A responsabilidade das decisões operacionais é atribuída às divisões operacionais (essencialmente autossuficientes);
2. Os funcionários de elite ligados ao escritório geral desempenham funções de assessoria e auditoria. Ambas as atividades têm o propósito de assegurar um amplo controle sobre o comportamento das divisões operacionais;
3. O escritório geral está preocupado principalmente com as decisões estratégicas envolvendo planejamento, avaliação e controle, incluindo a alocação de recursos entre as divisões operacionais (que competem pelos recursos)¹⁰;
4. A separação entre o escritório geral e as operações proporciona aos executivos do escritório geral o comprometimento para estarem preocupados com o desempenho geral da organização, ao invés de ficarem absorvidos pelas operações;
5. A estrutura resultante mostra racionalidade e sinergia: o todo é maior (mais efetivo, mais eficiente) que a soma das partes.

Embora apresente um conjunto de vantagens, Williamson (1970) ponderou que a transição feita por uma grande empresa da forma-U para a forma-M contribui, mas não garante, que os problemas e limitações enfrentados pela integração vertical sejam diminuídos com a adoção da estrutura multidivisional. Mesmo as organizações multidivisionais enfrentam problemas como a perda de controle corporativo e o desempenho abaixo das metas nas suas linhas operacionais, características das grandes companhias de forma-U. Não obstante, as empresas multidivisionais podem falhar no seu propósito, caso a administração geral continue executando funções operacionais, ao invés de atuar na estratégia da organização e deixar as operações para as divisões responsáveis. (WILLIAMSON, 1975). Problemas como estes somente serão superados se o escritório geral for constituído de maneira efetiva para desempenhar suas funções estratégicas de planejamento, alocação de recursos e controle. (WILLIAMSON, 1970).

¹⁰ A alocação interna de recursos pode estar relacionada tanto como substituto de mercado, quanto como uma técnica de controle interno (ex: controle indireto sobre o pessoal). (WILLIAMSON, 1970).

Em resumo, o surgimento da estrutura multidivisional trouxe uma resposta para os limites de crescimento das grandes empresas e a superação das dificuldades apresentadas pela estrutura unitária. Um dos ganhos da adoção dessa estrutura foi a transição da integração vertical das atividades em uma única estrutura, para a realização de atividades complementares feitas por unidades autônomas que transacionam insumos e recursos entre si. A principal vantagem trazida pela forma-M foi a separação entre a operação e as atividades administrativas realizadas pelo escritório central, que permitiu maior controle, racionalidade de processos e sinergia entre as atividades dentro da organização.

Por outro lado, é necessário que exista um alto nível de similaridade entre as diferentes atividades para que as transações internas sejam eficientes e tragam benefícios à organização. Caso outras transações não-similares sejam necessárias, a organização continuará precisando buscar no mercado. Entretanto, transações não-similares podem ser custosas e o gerenciamento de estruturas não-relacionadas com a principal atividade da empresa complexa. Ainda, a disputa das unidades autônomas por recursos, tais como recursos financeiros, pode ser limitada nessa forma de organização. A alternativa da formação conglomerada e das empresas *holding* surgiram como resposta à essas questões e estão apresentadas a seguir.

2.1.4.3 Conglomerados e Empresas *Holding*

“Companhias que operam em diversos mercados não ligados por produtos similares ou atividades de marketing são chamadas de conglomerados”. (HAKO, 1972, p. 69). Entre as estruturas organizacionais discutidas pela TCT, o conglomerado é a estrutura que pode ser entendida como a mais controversa, ou interpretada de diferentes maneiras.

Para Williamson (1975), os conglomerados apresentam uma diversidade de configurações e têm uma variedade de propósitos. Entretanto, o pressuposto da abordagem dos custos de transação para essa estrutura organizacional reside nos conglomerados que apresentam uma atratividade racional. Em outras palavras, esse tipo de formação somente faz sentido se houver propriedades racionais que resultem em ganhos pela sua escolha.

Partindo desse pressuposto, Williamson (1970; 1975) definiu os conglomerados como formas organizacionais que preservam a forma-M, mas podem

ser entendidos como as empresas multidivisionais com produtos finais e serviços diversificados. O conglomerado pode ser considerado como uma extensão natural da forma multidivisional, por conter uma estrutura diversificada em multimercados. (WILLIAMSON, 1970). Embora muitas empresas com estrutura multidivisional sejam diversificadas até certa extensão, geralmente essa diversificação está limitada à determinada atividade relacionada. Nesse sentido, o conglomerado faz uso do modelo multidivisional para avançar em outros mercados sem se preocupar com as restrições produtivas impostas pelas atuais operações.

Além dos conglomerados, outra forma organizacional que também emergiu no contexto do crescimento e da diversificação de negócios foi a de empresas *holding*. A empresa *holding* se caracteriza pela existência de uma relação matriz-subsidiárias entre a *holding* e as unidades operacionais. (WILLIAMSON, 1975). Entre as principais atribuições da *holding* estão a alocação orçamentária e as transações intra-grupo. (COLPAN e HIKINO, 2010). Igualmente aos conglomerados, a estrutura organizacional formada por empresa *holding* privilegia os movimentos em direção a novos negócios e outros mercados.

No caso da empresa *holding*, o requisito dos mecanismos internos de controle não se constitui e seria a principal diferença em relação as empresas multidivisionais. (WILLIAMSON, 1975). Portanto, a relação matriz-subsidiárias significa que as empresas constituintes do grupo mantêm a sua própria identidade e administração (GRANOVETTER, 1995), tendo a empresa *holding* o papel de facilitadora na alocação de recursos e viabilização de transações intra-grupo, além de consolidadora dos resultados dos diferentes negócios que possui, ao invés de uma ação mais efetiva de controle e intervenção nos diferentes negócios.

Um dos papéis mais associados à formação conglomerada é a sua atuação como mercado interno de capitais. Williamson (1975) enfatiza que, assim como as falhas nos mercados de produtos intermediários acarretaram a integração vertical da produção, os conglomerados podem ser entendidos como respostas às falhas nos mercados de capitais externos, em que “o conglomerado atua como uma miniatura do mercado de capitais”. (WILLIAMSON, 1970, p. 143). Além disso, os conglomerados exercem influência nos mercados de capitais externos, surgindo como forma de suprir as falhas existentes nos mercados de capitais por meio da alocação interna de recursos financeiros entre suas subsidiárias, presumidamente com maior eficiência.

Entretanto, esse tipo de formação significa que: “os fluxos de caixa estão sujeitos a uma competição interna de investimento, ao invés de reinvestido automaticamente nas suas fontes”. (WILLIAMSON, 1985, p. 289).

Além da atuação como mercado interno de capitais, outros argumentos em favor da formação de conglomerados são a redução do risco pela diversificação do portfólio de negócios e as economias operacionais, que resultam em semelhanças em áreas como marketing, administração e processos de manufatura. Contudo, Williamson (1970) questionou se a redução do risco pela diversificação do portfólio de negócios e as leves semelhanças operacionais refletem adequadamente as vantagens de investimento e a eficiência operacional de uma estrutura multidivisional que está diversificada no nível suficiente para se caracterizar como um conglomerado. Em outras palavras, uma organização atuando em multimercados seria melhor do que outra que é especializada em somente um mercado, ambas adotando a forma-M, mas a primeira se caracterizando como um conglomerado?

O argumento da diversificação é questionado por Williamson (1970) à luz da diminuição dos retornos da empresa em diferentes perspectivas. Um primeiro olhar aborda a perda do controle por parte da empresa com o aumento do grau de diversificação. Existe um ponto de inflexão entre as alternativas de investimentos e a eficiência operacional que é obtida com esse movimento. Outro ponto é que, se a empresa aumenta de tamanho pela diversificação conglomerada, as consequências da perda de controle pela hierarquização da companhia se tornam maiores. No intuito de não se tornarem inadministráveis, companhias muito grandes e diversificadas podem necessitar manter um alto grau de especialização de produtos ou dispersar o controle para viabilizar suas operações, o que traria um aumento de custos associados. (WILLIAMSON, 1970).

Com base na TCT, a formação conglomerada se justificaria caso as atribuições de mercado interno de capitais, portfólio diversificado de negócios e economias operacionais resultassem em uma organização mais eficiente, com menores custos e maiores benefícios para as empresas integrantes do conglomerado.

Por outro lado, o conglomerado é muito questionado e visto por muitos de forma negativa. Alega-se que as fusões de empresas em atividades não-relacionadas, formando conglomerados, raramente oferecem eficiência (WILLIAMSON, 1970), mas apenas formam companhias imensas com o objetivo de exercer poder de mercado.

Práticas monopolistas, em que uma empresa exerce poder sobre determinado mercado praticando preços acima do custo marginal sem perder todos os seus clientes (TIROLE, 1988), ou oligopolistas, em que interações estratégicas entre empresas rivais geralmente ocorrem e influenciam a competição de mercado (SHAPIRO, 1989), são ditas como razões para a existência dos conglomerados.

Outro aspecto considerado negativo em relação aos conglomerados são os custos sociais que são produzidos por essa forma organizacional. Williamson (1970) destaca a reciprocidade, os subsídios cruzados e a interdependência como três consequências anticompetitivas associadas à formação de conglomerados. A reciprocidade pode ser considerada como uma prática antitruste, que afeta a competição. Os subsídios cruzados podem ser vistos como práticas predatórias de cortes de preços. Interdependência é considerada a mais perigosa. Ela pode ser associada aos mecanismos de um oligopólio, em que a competição está contida em uma dependência mútua. Segundo Williamson (1970, p. 147), as práticas anticompetitivas produzidas pelos conglomerados podem “estar sob a forma tanto de uma competição menos agressiva nos mercados onde as interfaces existem, quanto à redução da competição potencial em mercados onde a entrada pode ocorrer”.

Independentemente de ser visto com desconfiança, ou como uma alternativa racional viável para a configuração organizacional, os conglomerados, juntamente com as empresas multidivisionais, representam estruturas características para a discussão das relações entre a teoria dos custos de transação e a estratégia de diversificação, que é abordada na próxima seção.

2.1.5 Teoria dos Custos de Transação e Estratégia de Diversificação

A teoria dos custos de transação fornece diversos elementos para justificar a estratégia corporativa de diversificação. O pressuposto fundamental é que em economias onde os custos de transação são elevados, a diversificação das atividades da empresa é uma solução viável para reduzir esses custos e torná-la mais eficiente. “A estratégia corporativa pode ser vista como uma forma de reduzir os custos de transação por meio da internalização”. (JONES e HILL, 1988, p. 160).

Teece (1982) utilizou os fundamentos da TCT para tratar da diversificação, focando na empresa multidivisional como uma forma de estrutura diversificada. O principal argumento é que esse tipo de organização existe quando há significativos

custos de transação no mercado externo. Para o autor, os dois principais motivadores para a empresa diversificar suas atividades seriam: (1) fazer uso do excesso de capacidade interna dos ativos (físicos, humanos e financeiros), e (2) responder às falhas existentes nos mercados externos, que levariam a altos custos de transação.

Seguindo o pressuposto que o mercado externo não trabalha em equilíbrio e existem falhas que resultam em custos de transação, Teece (1982) alegou que a especificidade dos ativos, principalmente aqueles de natureza física e humana, permite que a empresa multiproduto seja uma solução para a estratégia de diversificação pelo uso desses ativos, em que economias de escopo são atingidas, de forma mais ampla (ou restrita), dependendo do grau de especificidade dos ativos que são de propriedade da empresa. Em relação aos ativos financeiros, à luz do conceito de mercado interno de capitais (WILLIAMSON, 1970; 1975; STEIN, 1997), Teece (1982) defendeu que a alocação eficiente de recursos financeiros internos pode ser mais provável para negócios semelhantes funcionalmente, tecnologicamente e geograficamente.

Explorando o conceito de empresa multiproduto (multidivisional), Teece (1982) enfatizou que o aspecto central para uma teoria da organização multiproduto é explicar por que as empresas diversificam na direção de linhas de produtos relacionados ou não-relacionados, ao invés de reinvestirem nas atuais linhas de negócios, ou distribuírem os resultados diretamente aos acionistas. Os argumentos em favor do reinvestimento nos atuais negócios estariam atrelados ao mercado apresentar uma capacidade de expansão de demanda, a empresa ter capacidades internas distintas, e a alta competitividade dos atuais mercados onde a empresa opera. Por outro lado, se a empresa se defronta com uma queda no retorno dos atuais negócios e a demanda não é ilimitada, haveria motivos para ela buscar outras soluções de negócios; portanto, a diversificação de negócios em outros mercados, seja por aquisição ou crescimento orgânico. (TEECE, 1982).

Jones e Hill (1988) afirmaram que economias de escopo são atingidas a partir da lógica dos custos de transação e são uma característica dos movimentos em direção a diversificação relacionada. Esse tipo de diversificação se justificaria pela similaridade dos ativos físicos e tecnológicos, que permite a obtenção de sinergias, reduzindo os custos de transação. Os benefícios trazidos pela alocação e compartilhamento de fatores como capital físico e humano, entre outros, são

mensuráveis, mesmo que os fatores não sejam perfeitamente divisíveis. Nesse sentido, tais benefícios seriam de difícil aferição por meio dos mecanismos de mercado, devido as dificuldades nas transações.

Por outro lado, a diversificação não-relacionada seria benéfica pelas economias geradas com o desenvolvimento de um mercado interno de capitais para melhor alocar recursos financeiros entre as empresas (STEIN, 1997), uma vez que existem falhas nos mercados de capitais externos, frutos da assimetria de informação e oportunismo dos agentes. (JONES e HILL, 1988). Além desse aspecto, Teece (1982) defendeu que a única habilidade provavelmente comum a negócios não-relacionados é a administração, porque o mercado de trabalho para executivos estaria mais sujeito aos altos custos de transação. Nessa linha, Hako (1972) alegou que o sucesso da diversificação não-relacionada no longo prazo dependerá da equipe de executivos com capacidade para tocar os diferentes negócios.

A partir dos argumentos expostos sobre a estratégia de diversificação relacionada e não-relacionada, Jones e Hill (1988, p. 159) levantaram os seguintes questionamentos para a abordagem da estratégia corporativa por meio da TCT:

Primeiro, o que determina o limite de crescimento por meio da internalização para uma empresa perseguindo uma estratégia em particular? Segundo, porque as empresas perseguem estratégias distintas para alcançar o crescimento? Terceiro, o que determina as mudanças na estratégia e na estrutura utilizada por uma empresa ao longo do tempo?

Os autores entendem que a integração vertical seja o primeiro movimento da diversificação relacionada. Segundo Jones e Hill (1988), uma minoria de empresas cresce desde o início por meio da estratégia de diversificação não-relacionada, uma vez que as empresas, primeiramente, adotam a estratégia de utilização do seu estoque de recursos para avançar em outras atividades similares. Por essa lógica, seguindo os pressupostos de Williamson (1970, 1975) e de Teece (1982), se a empresa se diversifica, então ela troca para uma estrutura multidivisional.

Entretanto, embora aparentemente existam maiores benefícios para a diversificação relacionada, relativamente a diversificação não-relacionada, também existem custos associados a manutenção dessa estratégia. Isso decorre do nível de internalização necessário para empreender essa estratégia. Até determinado ponto a internalização traz vantagens; depois desse limiar, os custos começam a superar os benefícios. A partir de certo momento, no intuito de evitar os altos custos de transação

dos mercados externos, então as empresas se diversificariam em negócios não-relacionados para se beneficiar, por exemplo, do mercado interno de capitais proporcionado por essa estratégia. (TEECE, 1982).

O quadro 1 abaixo relaciona a estratégia corporativa e os principais benefícios econômicos gerados pela TCT:

Quadro 1: Benefícios Econômicos da Internalização e Estratégia Corporativa

Estratégia Corporativa	Principais Benefícios Econômicos
Integração Vertical	Economias de Integração
Diversificação Relacionada	Economias de Escopo
Diversificação Não-Relacionada	Economias de Mercado Interno de Capitais

Fonte: Jones e Hill (1988).

Um aspecto importante apresentado por Jones e Hill (1988) é que os custos de transação não são eliminados quando a empresa opta por realizar as transações por meio da hierarquia, ao invés do mercado. De acordo com o conceito das falhas organizacionais de Williamson (1975), o administrador pode agir com oportunismo, o que resulta em custos para a organização. Além disso, existe um nível de perda de controle no sistema como um todo, a partir do momento em que a empresa se diversifica, uma vez que há uma delegação de controle para os empregados das camadas mais baixas ao longo das diversas operações. Essa delegação acarreta atuação por interesses próprios por parte dos funcionários, levando ao desempenho abaixo do esperado.

Para relacionar os custos de transação às estratégias de diversificação, os mesmos autores trouxeram o conceito de “custos burocráticos”, definido como os custos incorridos pela empresa para a obtenção de informações corporativas. Tais custos podem ser compreendidos como os custos para o desenvolvimento de estruturas que proporcionem informações para controle de produção ou controles burocráticos, como regras e orçamento, para monitorar o desempenho das operações e permitir ao proprietário o controle sobre possível comportamento oportunista por parte dos executivos.

Os custos burocráticos associados às estratégias de diversificação estão diretamente relacionados aos possíveis benefícios econômicos de perseguí-las. A diversificação relacionada tem o potencial para gerar o maior nível de benefícios econômicos, mas também está associada aos maiores custos burocráticos. Por outro lado, a diversificação não-relacionada apresenta os

menores benefícios potenciais, mas também os menores níveis de custos burocráticos". (JONES e HILL, 1988, p. 165).

O pressuposto subjacente é que os benefícios da diversificação relacionada são diretamente proporcionais e serão maiores, quanto mais semelhantes forem os principais negócios da empresa, ao passo que os benefícios da diversificação não-relacionada serão marginais, caso o nível de diversificação da empresa seja baixo. Por essa lógica, empresas que adotam a estratégia de diversificação não-relacionada teriam que ser muito diversificadas para desfrutar dos benefícios dessa decisão estratégica. Contudo, Jones e Hill (1988, p. 171) salientam que:

A mudança no ambiente pode alterar o nível dos custos burocráticos associados com a estratégia. Gerenciar uma rápida mudança tecnológica, por exemplo, envolve custos burocráticos substanciais. À medida que as semelhanças tecnológicas são mais significativas nos casos da diversificação relacionada, gerenciar a mudança tecnológica tem maior impacto de custos burocráticos nas empresas com esse tipo de estratégia.

Por fim, mesmo que existam elementos em favor, ou contra cada uma das estratégias de diversificação, Jones e Hill (1988) sinalizam como viável que ambas as estratégias possam ser assumidas simultaneamente. As empresas poderiam gerenciar parte do seu portfólio por meio de um conjunto de negócios relacionados e o restante via negócios não-relacionados. Sendo capaz de fazer uso dos benefícios trazidos pela economia de escopo (CHANDLER, 1994), característica da diversificação relacionada, e do mercado interno de capitais (STEIN, 1997), característica da diversificação não-relacionada, a tomada de decisão estratégica, no longo prazo, seria consistente com a maximização de resultados da organização. (JONES e HILL, 1988).

No contexto do presente trabalho, a TCT possibilita que os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais sejam estabelecidos e compreendidos a partir de seus pressupostos basilares e das características das diferentes estruturas organizacionais.

Grupos empresariais que se assemelham a empresa multidivisional teriam como estratégia de diversificação predominante, porém não exclusiva, a diversificação em negócios relacionados, uma vez que as principais características das empresas multidivisionais estão associadas aos movimentos em direção à diversificação relacionada. Partindo do princípio que essa forma organizacional possibilita a diminuição dos custos de transação existentes em mercados imperfeitos

(WILLIAMSON, 1975; 1985), os grupos empresariais com características de empresa multidivisional privilegiariam a diversificação em negócios relacionados para: (a) melhor utilizar a capacidade excedente dos seus ativos específicos, gerando sinergias operacionais e maior interação entre as diferentes unidades de negócios (MARKIDES e WILLIAMSON, 1994); (b) aproveitar essas sinergias para crescer acima da média nos atuais mercados onde estão inseridos (TEECE, 1982); e (c) obter vantagens de custos pelas economias de escala e de escopo. (CHANDLER, 1994). Portanto, fatores como ativos físicos, ativos intangíveis, capital humano, investimentos de capital, entre outros, seriam fatores característicos da diversificação em negócios relacionados e teriam influência predominante sobre essa estratégia de diversificação.

Por outro lado, grupos empresariais que se assemelham aos conglomerados e às empresas *holding* privilegiariam a estratégia de diversificação em direção a negócios não relacionados. Movimentos na direção da diversificação não-relacionada se justificariam pela oportunidade de os grupos empresariais: (a) desenvolverem um mercado interno de capitais em função das imperfeições existentes no mercado externo (STEIN, 1997); (b) desenvolverem competências distintas, pela combinação de diferentes competências dentro do grupo; (c) promoverem a eficiência organizacional, pela racionalização de processos e eliminação de duplicidades; (d) estabelecerem sinergias potenciais entre os diferentes negócios, principalmente pela alocação de recursos financeiros, transferência de habilidades de um negócio para outro e existência de uma administração geral; e (d) estabelecerem um portfólio de negócios que mantenha somente os negócios, produtos e serviços que façam sentido para a companhia, desfazendo-se daqueles que não fazem sentido. (LEONTIADES, 1983; 1986). Nesse sentido, fatores como ativos intangíveis e recursos financeiros, entre outros, seriam fatores com influência predominante sobre essa estratégia de diversificação.

A partir do arcabouço teórico dos custos de transação apresentado nessa seção, a seguir são discutidos os pressupostos da teoria da agência, outra referência teórica central na discussão do trabalho.

2.2 TEORIA DA AGÊNCIA

2.2.1 Pressupostos Iniciais

A teoria da agência está baseada na crença de que os agentes econômicos individuais escolhem as ações que maximizem sua utilidade pessoal. (DENIS, DENIS, e SARIN, 1999). No momento em que uma das partes envolvida numa relação não aloca os melhores esforços em prol da outra, existem boas razões para acreditar que esse pressuposto seja confirmado. A busca por interesses pessoais é a suposição central para que os administradores de uma empresa sejam motivados a agir de outra forma que não a busca pelo atingimento das metas corporativas. (WILLIAMSON, 1964). Elementos que contribuem para esse comportamento podem ser, entre outros: remuneração, segurança, *status*, poder e prestígio. Isso abre a discussão sobre o comportamento discricionário dos administradores na condução das operações de uma empresa e do porque os administradores não se comportam de acordo com os interesses dos proprietários.

O ponto de partida para a compreensão da TA é que ela considera a empresa como um nexo de contratos. (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA e JENSEN, 1983; WILLIAMSON, 1988). Mesmo antes da sua difusão como uma teoria econômica das organizações, Alchian e Demsetz (1972) já haviam abordado as relações contratuais entre as partes numa organização, a partir da análise de uma equipe de produção. Entretanto, Jensen e Meckling (1976) foram os expoentes na propagação da TA. Jensen e Meckling (1976, p. 308) definiram *relação de agência* como sendo:

Um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) emprega outra (o agente) para executar em seu nome algum serviço que implique a delegação de alguma autoridade de decisão ao agente¹¹.

Contudo, o pressuposto central ligado a ideia da relação agente-principal teve suas origens no trabalho de Berle e Means (1932), que trouxeram como principal contribuição a discussão da separação entre propriedade e controle na empresa moderna. Mesmo sem utilizar o termo “teoria da agência”, os autores abordaram o conceito demonstrando que, frequentemente, a organização se depara com a divergência de interesses entre os executivos e seus proprietários. Portanto, a

¹¹ Embora os autores tenham utilizado o conceito principal-agente para abordar as relações entre proprietários X administradores e proprietários X credores, outros trabalhos estendem a abordagem das relações de agência para acionistas majoritários X acionistas minoritários (LA PORTA et al. 1998; 2000; LA PORTA et al., 1999), gerentes X subordinados (ALCHIAN e DEMSETZ, 1972), entre outras.

abordagem de Berle e Means (1932) começou a discussão da relação entre propriedade e controle nas organizações, dando origem às questões de agência, e se tornou o ponto de partida do que hoje é entendido como “a moderna corporação”, em que interesses pessoais, conflitos entre proprietários e administradores, entre outros, são os elementos centrais.

2.2.2 Problemas de Agência, Custos de Agência, A Relação Agente-Principal e a Abordagem “Positiva” da Teoria

Os problemas de agência se originam a partir dos interesses divergentes que caracterizam as relações entre administradores (agente) e proprietários (principal) nas organizações. De maneira geral, Byrd, Parrino, e Pritsch (1998) afirmaram que os problemas de agência podem ser entendidos como: (1) *Esforço*, que representa a possibilidade de o agente empreender menos esforço do que é esperado dele pelo principal; (2) *horizonte*, que significa que o agente tem um menor espaço de tempo para alcançar resultados, fruto da prestação de seus serviços, relativamente ao principal, que busca o retorno dos seus investimentos no longo prazo; (3) *diferencial de preferência ao risco*, que consiste na propensão do agente em ser mais avesso ao risco do que o principal, uma vez que sua riqueza está basicamente atrelada ao sucesso da empresa; e (4) *uso dos ativos*, que compreende a possibilidade do agente ser motivado a fazer mal-uso dos ativos corporativos, por meio da sua alocação inadequada, ou do seu uso para o próprio proveito, esbanjando privilégios excessivos, uma vez que ele não carrega os custos do seu comportamento.

A literatura tradicional que aborda os problemas de agência se concentra nos aspectos normativos da relação agente-principal (estabelecimento de contratos, descrição dos incentivos de remuneração, etc.), que promovam o alinhamento do comportamento do agente aos interesses do principal, considerando a existência de incertezas e monitoramento imperfeito. (JENSEN e MECKLING, 1976). Por outro lado, a literatura considerada como “teoria da agência positiva”, se concentra nos aspectos adicionais dos modelos de contratação e nos mecanismos de monitoramento. (JENSEN, 1983). Segundo Eisenhardt (1989, p. 59):

Pesquisadores positivistas têm focado na identificação de situações as quais agente e principal provavelmente terão metas conflitantes e então descrevem os mecanismos de governança que limitam o comportamento oportunista do agente. A pesquisa positivista é menos matemática do que a pesquisa agente-principal.

Jensen (1983, p. 334-335) qualificou o entendimento das duas perspectivas da literatura sobre a teoria da agência como segue:

A literatura *agente-principal* tem se concentrado na modelagem dos efeitos de três fatores sobre os contratos entre agente e principal: (1) a estrutura das preferências das partes nos contratos; (2) a natureza da incerteza; e (3) a estrutura informacional no ambiente. A atenção está geralmente voltada para o compartilhamento do risco e para a forma do contrato ótimo entre principal e agente, e para as comparações de bem-estar das soluções contratuais de equilíbrio na presença de custos de informação vis-à-vis as soluções na ausência desses custos. A literatura *positiva* de agência tem se concentrado na modelagem dos efeitos de aspectos adicionais do ambiente de contratação e na tecnologia de monitoração e ligação da forma dos contratos e das organizações que sobrevivem. Intensidade de capital, grau de especialização dos ativos, custos de informação, mercados de capitais, e mercados de trabalho interno e externo são exemplos de fatores no ambiente de contratação que interagem com os custos das várias práticas de monitoração e ligação para determinar as formas contratuais. (ênfases adicionadas).

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) trouxe contribuições relevantes para a teoria da agência. Partindo da abordagem agente-principal, estabelecida por intermédio de um conjunto de relações contratuais, os autores conceberam uma teoria para compreender as relações e os custos de agência incorridos pelas partes a partir das diferentes configurações¹² de estrutura de propriedade nas organizações. Jensen e Meckling (1976) posicionaram sua abordagem nos aspectos positivos da teoria, ou seja, nos incentivos e elementos que compõem o equilíbrio contratual nas relações entre agente e principal.

A especificação dos direitos individuais define como os custos e as recompensas serão distribuídas entre os participantes em qualquer organização. Pelo fato de a determinação dos direitos ser, em geral, afetada pelos contratos firmados (implícitos e explícitos), o comportamento individual nas organizações, incluindo o comportamento dos administradores, dependerá da natureza desses contratos (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 307-308).

Ao assumir que existem diferenças de comportamento e de esforço por parte do agente, para garantir que ele tome decisões na direção dos interesses do principal, o último precisa limitar essas divergências por meio de incentivos apropriados. Esses incentivos envolvem custos. Quando uma das partes não se comporta em consonância com os objetivos estabelecidos, então a outra incorre em custos para o monitoramento. (ALCHIAN e DEMSETZ, 1972). Os custos de agência incorridos pelo

¹² Essas “configurações” pressupõem a participação (ou não) do administrador no capital acionário da empresa, juntamente com os acionistas externos e os credores. O pressuposto é que existam comportamentos distintos por parte dos administradores, caso eles possuam parte das ações da empresa.

principal são custos que visam limitar as atividades irregulares do agente. (JENSEN e MECKLING, 1976).

Jensen e Mekcling (1976) definiram *custos de agência* como sendo a soma de: (1) as despesas de monitoramento por parte do principal, em que monitoramento, nesse caso, inclui além da mensuração e observação do comportamento do agente, também os esforços para controlar o seu comportamento por meio de restrições orçamentárias, políticas de incentivos (remuneração), regras operacionais, entre outros; (2) as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente, que significa gastos que o principal tem com o agente para assegurar que o último não promova ações que prejudiquem o primeiro e, caso ocorram, que o principal seja recompensado; e (3) a perda residual, que é o custo monetário resultante da diferença entre as decisões tomadas pelo agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a magnitude dos custos de agência a qual o principal está exposto dependerá da facilidade com que o agente consiga empreender ações discricionárias na organização e da capacidade do principal em promover mecanismos de monitoramento capazes de limitar essas ações. Também dependerá dos custos que o principal tem para medir e avaliar o desempenho dos administradores, elaborar e implantar indicadores de recompensa alinhados à maximização do seu bem-estar e elaborar e aplicar políticas ou regras comportamentais específicas.

Diferentes mecanismos de monitoramento podem ser implementados pelas organizações para reduzir os problemas de agência entre acionistas e administradores. Agrawal e Knoeber (1996) apresentaram sete mecanismos que cumprem essa função. A *participação acionária dos administradores* é um deles, pois no momento que o administrador tem parte do capital da empresa, ele também corre o risco da sua tomada de decisão. Outros três mecanismos que cumprem a função principal de aumentar o monitoramento e evitar a atuação discricionária dos administradores são a *participação acionária institucional*, os *grandes blocos de acionistas* e o uso de *diretores externos no conselho de administração*. Não obstante, as *políticas de endividamento* aumentam o monitoramento por parte dos credores externos sobre a companhia. Por fim, o *mercado de trabalho para executivos*, que motiva os administradores a manter sua reputação, pois no futuro eles podem estar

empregados em outras companhias, bem como o *mercado de controle corporativo*, que significa uma ameaça de mudança causada pela tomada de controle da companhia e pode criar uma forte disciplina nos administradores com baixo desempenho, são os outros dois mecanismos de redução dos problemas de agência.

Além desses aspectos, algumas qualificações para as relações de agência são estabelecidas, tais como os custos de agência oriundos do mercado de trabalho para os executivos (FAMA, 1980) e a separação entre o processo de tomada de decisão e o suporte ao risco. (FAMA e JENSEN, 1983).

Segundo Fama (1980), o mercado de trabalho para os executivos (agente) influencia as relações de agência. Na medida que os executivos dependem do sucesso da empresa para obter seu sucesso pessoal, esse mercado acaba gerando pressão sobre a organização, pois de acordo com o desempenho dos executivos, esses serão mais bem avaliados e terão maior empregabilidade. Portanto, esse movimento gera um comportamento discricionário de parte dos executivos que, agindo de acordo com seus interesses pessoais, privilegiam o desempenho de curto prazo, em detrimento de decisões alinhadas aos interesses dos acionistas. Esse movimento leva os executivos a aumentar o tamanho da companhia com investimentos de baixo retorno no longo prazo. Esse tipo de atitude resulta em custos de agência para o principal, que precisa monitorar as ações dos executivos no sentido de reduzir tal comportamento.

Portanto, se há uma alta competição pelos serviços desses executivos, aumenta a dependência da empresa para com eles, o que pode resultar no crescimento do comportamento discricionário dentro da organização. Nesse sentido, são estabelecidas relações contratuais entre principal e agente, no intuito de neutralizar essas situações: “Quando o contrato entre agente e principal é baseado em resultados, é mais provável que o agente se comporte de acordo com os interesses do principal” (EISENHARDT, 1989, p. 60). Por outro lado, uma vez que o executivo depende de seu emprego e de sua reputação no mercado, ele tenderia a ser mais avesso ao risco (BYRD et al, 1998; EISENHARDT, 1989), porque na medida em que suas competências fossem menos específicas, sua substituição se tornaria mais fácil, ou sua imagem ficaria “manchada” no mercado de trabalho.

Outro aspecto que impacta as relações de agência e gera custos ao principal é a separação entre o processo de tomada de decisão e o suporte ao risco resultante

dessas decisões. Os administradores, muitas vezes, não levam em consideração os riscos envolvidos em suas decisões, e esses riscos serão suportados pelos acionistas da empresa. (FAMA, 1980). Fazendo um paralelo com os fundamentos da separação entre propriedade e controle nas grandes organizações, Fama e Jensen (1983) qualificaram o argumento abordando as relações contratuais das grandes corporações à luz da separação entre a administração da decisão e o controle da decisão como forma de controlar os problemas de agência. Os autores focam na separação entre as funções de tomada de decisão (administrador) e de suporte ao risco (acionista).

Os argumentos de Fama e Jensen (1983) estão embasados no contexto de que os executivos tomadores de importantes decisões nas organizações não carregam uma parcela relevante dos efeitos da riqueza de suas decisões. A principal constatação de Fama e Jensen (1983, p. 321) foi: “O processo de decisão na organização consiste na administração da decisão (iniciação e implementação) e no controle da decisão (ratificação e monitoramento)”. Adicionalmente, os autores enfatizaram a importância do papel dos conselhos de administração como um sistema de informação atuando em prol dos acionistas para monitorar o oportunismo dos executivos.

Com base no conjunto de conceitos, pressupostos e argumentos apresentados até aqui, a síntese sobre a visão geral da teoria da agência foi apresentada por Eisenhardt (1989), conforme mostra o quadro 2 a seguir:

Quadro 2: Teoria da Agência: Visão Geral

Ideia-chave	As relações entre principal e agente deveriam refletir a eficiência informacional na organização e os custos inerentes ao risco.
Unidade de Análise	Contrato entre Principal e Agente.
Pressupostos Humanos	Interesses Pessoais, Racionalidade Limitada, Aversão ao Risco.
Pressupostos Organizacionais	Conflito de interesses entre os participantes; eficiência como critério de eficácia; assimetria de informação entre principal e agente.
Pressupostos Relacionados à Informação	A informação como algo que possa ser “comprado”.
Problemas do Contratante (principal)	Risco moral; seleção adversa ¹³ ; compartilhamento do risco.
Problema Dominante	Relacionamento em que Principal e Agente têm diferentes metas e preferências pelo risco (ex.: remuneração, regulamentação, liderança, viés de gerenciamento, etc.).

Fonte: Adaptado de Eisenhardt (1989).

Por fim, nas palavras de Jensen e Meckling (1976, p. 357):

A companhia aberta é uma impressionante invenção social. Milhões de pessoas confiam seu dinheiro aos cuidados de administradores com base em um conjunto de relações contratuais que delinham os direitos das partes envolvidas.

Assim, a lei e a sofisticação dos contratos surgiram com o objetivo de fortalecer os incentivos para que os indivíduos busquem o equilíbrio nas relações e minimizem os custos de agência resultantes das divergências de interesses.

Algumas extensões da teoria da agência são tratadas na sequência. Uma das mais relevantes para o propósito desse trabalho é a dos custos de agência resultantes do fluxo de caixa livre (*agency costs of free cash flow*) nas empresas, que está apresentada na próxima seção.

2.2.3 O Problema do Fluxo de Caixa Livre

A abordagem do fluxo de caixa livre surgiu como uma relevante contribuição para explicar os problemas de agência que ocorrem nas organizações. Os problemas de agência originários do fluxo de caixa livre nas empresas foram abordados por Jensen (1986). O autor conceituou o fluxo de caixa livre como “o fluxo de caixa em

¹³ Seleção adversa: Refere-se à deturpação de capacidade por parte do agente. O argumento é que o agente pode reivindicar determinadas competências ou habilidades quando é contratado. A seleção adversa surge porque o principal não é capaz de identificar completamente essas habilidades, tanto no momento da contratação, quanto no momento que o agente está trabalhando (EISENHARDT, 1989, p. 61).

excesso necessário para financiar todos os projetos que possuírem valor presente líquido positivo, quando descontado pelo respectivo custo de capital” (JENSEN, 1986, p. 323).

Novos negócios, assim como negócios com capacidade de gerar retornos muito acima do custo de oportunidade do capital seriam candidatos naturais a produzirem fluxo de caixa livre substancial. (JENSEN, 1986). À luz dos pressupostos da teoria da agência, o autor posicionou a discussão a partir dos incentivos que os administradores possuem para crescer suas empresas além do tamanho ideal, pois esse movimento traria ao administrador maior poder sobre a empresa, uma vez que ele aumenta o conjunto de recursos sob o seu controle.

Segundo Jensen (1986), um movimento lógico para as empresas com fluxo de caixa livre substancial seria distribuí-lo sob a forma de dividendos aos acionistas, ou então realizar a recompra de ações da empresa, ao invés de investir em projetos de baixo retorno, ou então desperdiçá-lo com gastos supérfluos. O problema é que os administradores atuam no sentido de investir em projetos com baixo retorno sobre o capital, ou retorno negativo, ou ainda, desperdiçar recursos com ineficiências e extravagâncias pessoais, ao invés de distribuir o caixa aos acionistas. Portanto, como motivá-los a agir em prol dos interesses dos acionistas? “Conflitos de interesses entre acionistas e administradores sobre as políticas de pagamentos são especialmente severos quando a organização gera fluxo de caixa livre substancial”. (JENSEN, 1986, p. 323).

Entre um conjunto de motivações distintas, a teoria do fluxo de caixa livre ajuda a explicar:

(1) Os benefícios da dívida na redução dos custos de agência do fluxo de caixa livre, (2) como a dívida pode substituir os dividendos, (3) porque os programas de “diversificação” provavelmente geram mais perdas do que a tomada de controle corporativo, ou a expansão nas mesmas linhas de negócios, ou a liquidação motivada pela aquisição, [...]. (JENSEN, 1986, p. 323-324).

O principal argumento de Jensen (1986) para a função da dívida como mecanismo de diminuição dos custos de agência é que ela reduz o fluxo de caixa livre disponível na empresa para uso discricionário dos administradores. A justificativa é que a dívida disciplinaria o comportamento oportunista dos administradores pela necessidade de pagamento de juros e do retorno do capital principal aos credores. Essa disciplina é necessária para evitar que a empresa entre em falência pelo não

cumprimento dos compromissos assumidos. Portanto, os administradores teriam que se manter empenhados com o desempenho da empresa para honrar esses compromissos e agiriam de forma menos discricionária e mais eficiente, evitando o desperdício do caixa com investimentos em projetos sem retorno, ou com outros gastos.

Contudo, o aumento dos níveis de endividamento traz consigo custos associados. “Na medida que a dívida aumenta, os custos de agência da dívida aumentam, incluindo os custos de falência”. (JENSEN, 1986, p. 324). Esse aspecto já havia sido levantado por Jensen e Meckling (1976), ao abordarem os custos de agência originários do capital de terceiros. Para os autores, no momento em que a empresa entra em dificuldades financeiras pelo aumento exacerbado do endividamento, então ela começa a ter dificuldades em honrar seus compromissos com fornecedores, clientes, empregados, ou outras partes interessadas. Essa situação resulta em custos pelas dificuldades financeiras, tais como o aumento de custos com o pagamento de advogados e processos judiciais, custo de capital para levantar novos empréstimos (ou até mesmo pela não obtenção de crédito), corte nos prazos de pagamento, entre outros.

De acordo com Jensen (1986), a estratégia de redução dos problemas de agência pelo aumento dos níveis de endividamento da empresa é mais importante para as empresas que geram altos níveis de fluxos de caixa, mas que possuem poucas oportunidades de crescimento, ou que estão em mercados estagnados, ou até mesmo começando a encolher.

Por outro lado, para aquelas empresas que não geram fluxos de caixa excedentes, mas estão em rápida expansão, ou com projetos altamente lucrativos, o uso do mercado de capitais para financiar seus projetos é a alternativa principal. Nesses casos, o potencial para conflitos de interesses entre executivos e acionistas, que resulte em custos de agência, fica reduzido, uma vez que o próprio mercado avalia a empresa, seus executivos e os projetos potenciais. (JENSEN, 1986).

Outro argumento para o uso do fluxo de caixa livre em excesso nas organizações são os movimentos de diversificação. Uma das justificativas trazidas por Jensen (1986) para a motivação dos executivos em lançar mão de programas de diversificação é que, com o encolhimento dos atuais mercados de atuação da empresa os administradores, gerenciando companhias com fluxo de caixa livre em excesso,

investiriam em atividades fora da indústria principal. Contudo, o autor justifica que o principal argumento da teoria está ligado à discricionariedade administrativa, em que administradores de empresas com baixos níveis de endividamento e altos níveis de fluxo de caixa livre realizariam programas de diversificação para aumentar o tamanho da empresa e o seu respectivo poder sobre a organização.

De acordo com Jensen (1986), os processos de fusões e aquisições de empresas são iniciativas que se caracterizariam como programas de diversificação e estariam associados a movimentos de baixa geração de ganhos totais para as organizações.

Aquisições são uma maneira dos executivos gastarem o caixa ao invés de pagá-los aos acionistas. Portanto, a teoria sugere que os administradores com poder de alavancagem não utilizada¹⁴ e fluxos de caixa livre elevados provavelmente empreenderão fusões de baixo benefício ou até mesmo destruição de valor (JENSEN, 1986, p. 328).

Empresas que geram muito caixa, porém atuam em indústrias que apresentam baixas oportunidades de crescimento, são as mais propensas a incorrer em problemas de agência pelo uso discricionário dos fluxos de caixa livres. (JENSEN, 1986). Mesmo assim, o autor argumenta que os programas de diversificação, por meio dos processos de fusões e aquisições, ainda que possam gerar baixo retorno, caso sejam feitos em negócios semelhantes, envolverão uma menor perda de recursos, comparativamente aos recursos aplicados em projetos deficitários dentro da própria empresa. “Em indústrias em declínio, as fusões dentro da própria indústria criarão certo valor, ao passo que as fusões fora da indústria provavelmente serão baixas, ou até mesmo negativas”. (JENSEN, 1986, p. 328).

Os esforços dos administradores para empenhar suas empresas em fusões conglomeradas podem ser vistos como um problema de agência. (AMIHUD e LEV, 1981). De acordo com os pressupostos do fluxo de caixa livre, os movimentos de diversificação resultariam na formação de grandes conglomerados, principalmente porque os problemas de agência causados pelo fluxo de caixa livre em excesso levariam os administradores a empreender estratégias de fusões e aquisições que aumentariam o tamanho da empresa, fariam com que eles obtivessem mais poder e,

¹⁴ “Alavancagem não utilizada” nesse contexto significa que a empresa possui baixos níveis de endividamento.

conseqüentemente, aumentariam a dependência dos acionistas para com os seus serviços.

Esse movimento ocorreria para fora da atual indústria, significando aos proprietários uma maior dependência das diferentes habilidades dos administradores para conduzir os diferentes negócios. O conglomerado seria, nesse sentido, resultado do movimento discricionário dos administradores.

As fusões conglomeradas, enquanto sem benefícios óbvios para os investidores, podem beneficiar os administradores reduzindo o seu risco de emprego, que é amplamente não diversificável via mercado de capitais e outros mercados. (AMIHUD e LEV, 1981, p. 606).

Entretanto, as empresas com má administração, gastos operacionais ineficientes e investimentos em programas de diversificação com baixos retornos, ou retornos negativos, se tornariam mais vulneráveis e seriam alvos de aquisição por meio da tomada de controle corporativo. (JENSEN, 1986; BERGER e OFECK, 1996). O processo de tomada de controle de empresas (*takeover*), portanto, foi considerado por Jensen (1986) como uma solução para os conflitos de interesses entre os acionistas e os administradores.

A teoria preconiza que a tomada de controle com aumento de valor ocorra em resposta aos problemas dos processos de controles internos em empresas com fluxo de caixa livre substancial e políticas organizacionais (incluindo os programas de diversificação) que estão desperdiçando recursos. (JENSEN, 1986, p. 328).

Nessa linha, Berger e Ofeck (1996) constataram que a diversificação representa uma estratégia que gera perdas e tem baixa eficácia, porque os sistemas de controles internos não conseguem evitar que os administradores destruam significativas quantias de valor das empresas ao empreenderem essa decisão estratégica. Por esse motivo: “A destruição de valor gera grandes oportunidades lucrativas para os competidores”. (BERGER e OFECK, 1996, p. 1175).

Por outro lado, Jensen (1986) ponderou que os movimentos de defesa contra a tomada de controle acabam trazendo benefícios para a organização. O aumento dos níveis de endividamento, a descontinuação de negócios com poucas economias de escala ou escopo e os motivos gerenciais dos administradores na busca pela manutenção de seus empregos são algumas das formas de evitar o *takeover*.

A resistência administrativa à tomada de controle possui diversas formas, incluindo mudanças na estrutura de propriedade e de capital que diminua a probabilidade do sucesso na tomada de controle. (JENSEN e WARNER, 1988, p. 4).

As empresas que se defendem do processo de tomada de controle aumentam o endividamento a níveis tão elevados que não conseguem continuar existindo no modelo anterior. O processo de reestruturação permite, ainda, a venda das divisões mais lucrativas fora da empresa, o corte de movimentos de expansão, a readequação de estruturas, entre outros. Tais movimentos são feitos no intuito de reduzir a alavancagem para um nível mais adequado, mas isso acaba promovendo a reorganização completa da companhia. (JENSEN, 1986).

2.2.4 Teoria da Agência e Estratégia de Diversificação

A abordagem da diversificação à luz da teoria da agência está relacionada aos problemas de agência que ocorrem entre administradores e acionistas (SERVAES, 1996). A literatura que vincula a estratégia de diversificação aos fundamentos da teoria da agência preconiza que a diversificação resulta em destruição de valor para os acionistas. (BERGER e OFEK, 1995; LANG e STULZ, 1994). Os argumentos expostos para a perda de valor pela diversificação estão embasados, fundamentalmente, pelos problemas de agência abordados por Jensen (1986), em que os programas de diversificação estariam vinculados ao aumento dos benefícios privados dos administradores. Além disso, os administradores se empenhariam na diversificação se existirem mecanismos de controle internos e externos frágeis. (MAJUMDAR e SEN, 2006).

De acordo com os fundamentos da TA, a diversificação resultaria no crescimento do tamanho da organização, às custas da sua redução de valor, em função do volume de investimentos em projetos de baixo retorno (ou retorno negativo) resultar em maior poder e prestígio para os administradores, mas na diminuição da riqueza dos proprietários. Para Berger e Ofek (1995), o superinvestimento e os subsídios cruzados contribuem para uma maior perda de valor pela diversificação conglomerada, assim como “os custos potenciais da diversificação incluem o uso de recursos de forma discricionária para empreender investimentos de valor decrescente”. (BERGER e OFECK, 1995, p. 40).

Segundo Denis et al. (1999), se os administradores tiverem mais benefícios privados do que custos, eles continuarão empregando esforços em direção a diversificação, mesmo que essa decisão reduza a riqueza dos acionistas. Os administradores diversificariam suas empresas em função dos benefícios privados obtidos pela administração dessas empresas, ao invés da diversificação para reduzir

sua exposição ao risco por não serem 'pessoalmente' diversificados e dependerem dos seus empregos. (AGGARWAL e SAMWICK, 2003).

Uma sinalização de que a diversificação está relacionada aos motivos de agência é que os benefícios privados dos administradores ajudariam a explicar porque mais empresas vão em direção da diversificação conglomerada, mesmo que esse movimento resulte em perda de valor para a companhia. (SERVAES, 1996). Nesse contexto, a diversificação está positivamente relacionada com os incentivos administrativos. Isso significa que os administradores diversificarão tanto quanto maiores forem os benefícios que eles conseguirão obter pela diversificação da companhia. Consequentemente, os problemas de agência e seus respectivos custos são potencializados.

Por outro lado, Amihud e Lev (1981; 1999) defenderam que a diversificação por meio da formação de conglomerados acontece como forma da redução do risco dos administradores que, por não serem diversificados como os investidores, formariam os conglomerados para fugir do risco da perda de emprego. Portanto, os autores sugerem que a diversificação conglomerada seja motivada pelas próprias preferências dos administradores. O argumento é que as empresas controladas pelos administradores são mais livres para exercer suas preferências, relativamente às empresas controladas diretamente pelos proprietários.

Portanto, Amihud e Lev (1981) afirmaram que o principal motivo para que os administradores empreendam a diversificação conglomerada é a redução do seu próprio risco, ao invés dos motivos do fluxo de caixa livre em excesso (JENSEN, 1986), ou para aumentar o poder e o tamanho da empresa, tornando-a mais arriscada, por não carregarem diretamente os riscos da sua tomada de decisão, que são suportados pelos acionistas. (FAMA e JENSEN, 1983).

Outro componente ligado aos pressupostos da diversificação, à luz da teoria da agência, diz respeito a estrutura de propriedade. Partindo do conceito de separação entre propriedade e controle existente nas grandes organizações (BERLE e MEANS, 1932; JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983), os problemas de agência resultantes da decisão de diversificar podem ser compreendidos por meio das diferentes configurações de estrutura de propriedade das companhias. A diversificação representa um tipo de conflito de agência, e a

estrutura de propriedade afeta a magnitude dos problemas de agência relacionados à diversificação. (DENIS et al., 1999).

De acordo com Denis e Denis (1997), nas empresas onde os administradores também são acionistas, a probabilidade de diversificação em outras atividades é menor. Pelos pressupostos da agência, os administradores que diversificam a companhia desfrutam de benefícios privados que excedem os seus custos privados. Entretanto, os administradores com ações da companhia compartilham os riscos da redução da riqueza juntamente com os acionistas externos; portanto, reduzindo a diversificação e focando mais as atividades da companhia. Esses argumentos são corroborados por Servaes (1996), ao constatar que o administrador que participa da propriedade da companhia diversifica menos quando o desconto atribuído pelo mercado a esse movimento for maior, ao passo que, quando o desconto for menor, então ele diversifica mais.

Outros argumentos para uma menor exposição à diversificação são a força dos direitos dos acionistas (JIRAPORN et al., 2006) e a maior quantidade de acionistas externos no controle da companhia. (DENIS, DENIS, e SARIN, 1997). A principal justificativa para esses argumentos está relacionada ao fato que ambos levam a uma maior capacidade de monitoramento externo do comportamento dos administradores, impondo limites e reduzindo sua atuação discricionária.

Portanto, a estratégia de diversificação corporativa, à luz dos pressupostos teóricos da agência, está fundamentada na ideia de que os administradores se empenham na diversificação de negócios com o objetivo de aumentar seus benefícios privados (AGGARWAL e SAMWICK, 2003), ou reduzir o próprio risco. (AMIHUD e LEV, 1981; 1999). Na medida em que os controles internos e externos forem frágeis (MAJUMDAR e SEN, 2006), maior será a discricionariedade administrativa e maiores serão os movimentos em direção à diversificação de negócios. Como resultado, maior será a expropriação da riqueza dos acionistas e a perda de valor da companhia. (BERGER e OFEK, 1995; LANG e STULZ, 1994). Questões como a disponibilidade de fluxo de caixa livre substancial (JENSEN, 1986), incentivos corporativos e a separação entre o processo de tomada de decisão e o suporte ao risco (FAMA e JENSEN, 1983) são elementos que corroboram com esse movimento. Isso implica em custos de agência por parte dos acionistas para o monitoramento das ações dos executivos, no sentido de reduzi-las.

Assim, mecanismos como a redução da disponibilidade de caixa pelo aumento da dívida, a configuração da estrutura de propriedade com a participação dos administradores na propriedade da companhia (DENIS e DENIS, 1997; SERVAES, 1996) e os movimentos de tomada de controle corporativo (JENSEN, 1986; BERGER e OFECK, 1996) são formas de diminuir o comportamento discricionário dos executivos e, conseqüentemente, diminuir os níveis de diversificação corporativa e realinhar os interesses entre as partes.

Em resumo, no contexto do presente trabalho, a TA permite que os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais sejam estabelecidos e compreendidos a partir de seus fundamentos centrais, que estão associados à pressupostos de ordem discricionária e comportamentais, que geram conflitos de interesses e resultam em custos de agência. Nesse sentido, os elementos relacionados a estrutura de propriedade dos grupos empresariais, as políticas financeiras e a gestão do risco são peças-chaves na compreensão da estratégia de diversificação.

Grupos empresariais que se assemelham aos grandes conglomerados seriam mais propensos a adotar a estratégia de diversificação não-relacionada. Nesse tipo de grupo empresarial, os administradores possuiriam maior liberdade de atuação, teriam maior disponibilidade de recursos financeiros, tais como fluxos de caixa livre em excesso, e seriam constituídos por uma estrutura societária dispersa, ou composta por um conjunto mais amplo de diferentes acionistas compartilhando a propriedade e o controle do grupo. Geralmente, esses grupos possuem um maior risco associado aos seus negócios.

Por outro lado, os grupos empresariais que perseguem a estratégia de diversificação relacionada seriam aqueles em que os administradores participariam do capital acionário da companhia e o principal proprietário também estaria à frente da administração do grupo. Nesse tipo de configuração, a disponibilidade de recursos financeiros para utilização discricionária dos administradores estaria diminuída. Por possuírem uma maior concentração acionária e exercerem o controle majoritário, grupos empresariais com diversificação relacionada privilegiariam uma estratégia mais conservadora, focada no negócio principal e, portanto, seriam grupos com atividades de maior estabilidade e menor risco.

Com base nesses argumentos, fatores relacionados à estrutura de propriedade, fatores financeiros e o fator risco exerceriam influência predominante sobre ambas as direções da diversificação de grupos empresariais, porém com motivações distintas.

A partir do arcabouço teórico da agência, a seguir são apresentados os principais fundamentos dos grupos empresariais em economias emergentes, que complementam e dão suporte às bases teóricas apresentadas até aqui do trabalho.

2.3 GRUPOS EMPRESARIAIS DIVERSIFICADOS EM ECONOMIAS EMERGENTES

Um critério relevante para a compreensão do funcionamento dos mercados em uma determinada economia é o quão bem ele aproxima compradores e vendedores. “Ideologicamente, cada economia deveria proporcionar uma gama de instituições no intuito de facilitar o funcionamento dos mercados”. (KHANNA e PALEPU, 1997, p. 42). Em ambientes caracterizados pela carência de intermediários capazes de prover essas aproximações entre compradores e vendedores, fica mais difícil a realização de negócios. “Mercados emergentes refletem essas arenas transacionais onde vendedores e compradores não estão aptos a se aproximarem facilmente ou eficientemente” (KHANNA e PALEPU, 2010, p. 6).

Economias emergentes são constituídas por ambientes onde predominam o potencial de crescimento econômico, a diminuição da pobreza, a geração de uma nova classe média e a criação de novos mercados para os consumidores de produtos e serviços. (KHANNA e PALEPU, 2010). Contudo, os mesmos autores definiram que os mercados emergentes são caracterizados pela ausência, ou funcionamento insuficiente de intermediários especializados capazes de facilitar a aproximação entre compradores e vendedores para a realização de transações de recursos financeiros, capital humano e produtos e serviços.

A lacuna gerada pela ausência, ou mau funcionamento, de intermediários de mercado ficou conhecida como “vazios institucionais”. (KHANNA e PALEPU, 1997; 2000b; 2010; MANIKANDAN e RAMACHANDRAN, 2015; HOSKISSON et al., 2005). Esses ‘intermediários’ são instituições de governo, tais como as agências reguladoras, mercado de capitais, instituições financeiras, sistema judiciário, entre outros, que teriam o papel de preencher esses “vazios”. (LANGLOIS, 2010). Entretanto, a carência dessas funções dificulta o bom funcionamento dos mercados e faz com que eles sejam

definidos como emergentes, sendo a fonte primária da geração de altos custos de transação e de desafios operacionais para as companhias que operam nesses mercados. (KHANNA e PALEPU, 2010).

Para reduzir os custos de transação que surgem da assimetria informacional entre vendedores e compradores e, para limitar os conflitos de interesses potenciais, os mercados precisam de instituições para intermediar as transações de bens, serviços e capital entre compradores e vendedores. Os altos custos de transação resultam numa economia ineficiente, levando a altos custos de capital, menos mobilidade de trabalho, e aumento do custo da atividade comercial (KHANNA e PALEPU, 2010, p. 21).

Além disso, de acordo com Khanna e Palepu (1997), existem três principais falhas de mercado nas economias emergentes que resultam em elevados custos de transação e dificuldades nas transações: (1) problemas informacionais, uma vez que sem as informações adequadas e confiáveis as empresas ficam relutantes em fazer negócios; (2) regulamentações equivocadas, quando os reguladores atuam no sentido político, ao invés da eficiência econômica, descaracterizando o funcionamento dos mercados; e (3) sistema judiciário ineficiente, que dificulta a realização de negócios em função da insegurança jurídica para as empresas.

Em resumo, Kearney (2012, p. 162) afirmou que:

Independentemente de quão amplo, ou restrito, forem as suas definições, os mercados emergentes são diversos em cultura, língua e política. Eles tendem a ter uma infraestrutura financeira geralmente bem desenvolvida, incluindo bancos centrais, bancos comerciais e bolsas de valores, mas têm processos e sistemas menos desenvolvidos de contabilidade, governança, regulação e outra infraestrutura financeira, além de mercados menos eficientes e com menor liquidez em relação aos sistemas mundiais mais avançados. Essas diferenças levam a uma grande incerteza e riscos, e eles aumentam as possibilidades internacionais de diversificação para investidores de todos os países do mundo.

Com base no conjunto de elementos expostos, Khanna e Palepu (2010) salientam a dificuldade de realizar negócios nesses mercados. Questões como a burocracia do governo, a falta de capital humano qualificado para os diferentes postos de trabalho, a dificuldade de acesso ao crédito por parte das empresas e dos consumidores, a logística de distribuição de insumos e produtos, a corrupção, entre outros, são exemplos de aspectos que as empresas se deparam nesses mercados que precisam ser superados. Nesse contexto, o ambiente institucional o qual as empresas se deparam nessas economias fomentou o surgimento dos grupos empresariais. (KHANNA e YAFEH, 2007).

Os grupos empresariais surgiram em economias menos desenvolvidas como uma forma organizacional alternativa capaz de superar as dificuldades existentes nos mercados emergentes. (KHANNA e PALEPU, 2000b). Em consonância com a teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975; 1985), os grupos empresariais são formados como respostas aos mercados imperfeitos, com alta assimetria de informação e altos custos de transação. Por meio da formação de mercados internos, os grupos beneficiariam suas empresas afiliadas facilitando as transações entre elas e diminuindo seus custos.

Leff (1978) conceituou grupo empresarial como uma multicompanhia que transaciona em diferentes mercados, mas que o faz sob controle financeiro e empresarial comuns. Por essa definição, uma das principais atribuições do *Grupo* seria sua função como um mercado interno de capitais, facilitando a alocação de recursos financeiros entre os seus diferentes negócios. (LEFF, 1976). Além do mais, os movimentos dos grupos empresariais na direção da diversificação em diferentes atividades aumentariam o retorno sobre o capital investido e reduziriam o risco do portfólio de negócios. (LEFF, 1978). Adicionalmente, o pressuposto da redução do risco pela diversificação estaria relacionado com a sua capacidade de exercer a função de 'seguro mútuo' entre as empresas que compõem o grupo, facilitando a alocação de recursos financeiros de uma afiliada para a outra, em função das restrições existentes nos mercados externos de capitais. (KHANNA e YAFEH, 2005).

Para Ghemawat e Khanna (1998), a natureza dos grupos empresariais diversificados está associada às imperfeições informacionais existentes nos mercados de capitais, produtos e trabalho, bem como nas distorções políticas que ocorrem nas economias menos desenvolvidas, dificultando seu bom funcionamento. Por essa razão, os grupos empresariais conseguem alavancar seu poder de mercado pela presença em muitos mercados, assim como sua estrutura organizacional permite o compartilhamento de recursos relacionados. "A participação do grupo em atividades distintas aumenta o fluxo de informações e reduz a incerteza em torno das decisões de investimento e produção". (Leff, 1978, p. 670).

Segundo Khanna (2000), se por um lado o grupo empresarial é uma forma de aumentar o bem-estar social pelo seu papel como resposta às falhas de mercado nas economias menos desenvolvidas, por outro, alguns dos possíveis argumentos para a sua existência nessas economias seriam a busca por renda, o exercício do poder de

mercado e a expropriação dos acionistas minoritários das empresas pertencentes ao grupo. Para o mesmo autor, grupos empresariais buscando sua longevidade atuam junto aos governos fazendo 'lobby' e exercendo seu poder de mercado para dificultar o desenvolvimento dos mercados e limitar a livre competição. Outrossim, Khanna e Yafeh (2007) argumentam que os grupos se formam com o apoio do governo, se diversificam com o estímulo do governo e seu desempenho é uma função da sua capacidade de busca por renda.

Partindo dos argumentos trazidos por diferentes autores, as motivações para a existência de grupos empresariais diversificados em mercados emergentes são as mais diversas. Posicionados como uma forma organizacional híbrida entre a empresa e o mercado (KHANNA e YAFEH, 2007), os grupos empresariais acabam se constituindo em função das dificuldades que as empresas individuais encontram para suprir suas necessidades nessas economias.

Nessa linha, a evolução dos grupos empresariais diversificados seria uma resposta às fragilidades institucionais e de mercado causadas pela carência (ou ausência) de intermediários, fazendo com que a atuação dos grupos diversificados em indústrias distintas proporcionasse às suas empresas afiliadas melhores condições de acesso ao capital, trabalho e produtos (insumos e serviços), diminuindo os custos de transação e compensando os vazios institucionais. (KHANNA e PALEPU, 1997; 2000a; 2000b; KHANNA e RIVKIN, 2001).

Por outro lado, a justificativa para a formação de grupos diversificados pode ir além de tão somente uma resposta às falhas de mercado e aos vazios institucionais. Seguindo o pressuposto de Montgomery (1994), as companhias não diversificam de forma aleatória, mas adotam essa estratégia corporativa de acordo com, por exemplo, suas bases de recursos. Portanto, a diversificação de grupos empresariais em economias emergentes pode ser compreendida como uma estratégia corporativa capaz de levar a vantagens competitivas e proporcionar melhores condições e desempenho de negócios. Conforme Colpan e Hikino (2010, p. 57):

A forma do grupo empresarial pode então revelar-se uma vantagem competitiva, com o seu conhecimento acumulado em habilidades administrativas, capacidades financeiras, administração de recursos humanos e expertise em marketing adquiridas por intermédio das suas entradas consecutivas *em diferentes mercados*. (ênfases adicionadas).

De acordo com Guillén (2000), os grupos empresariais em economias emergentes são uma forma organizacional alternativa capaz de proporcionar vantagem competitiva em relação às empresas multinacionais e as empresas individuais na competição de mercado, principalmente pela sua capacidade de ingressar repetidamente em diferentes indústrias pela utilização de seu conjunto de recursos excedentes. O principal argumento do autor é que, tanto as multinacionais, quanto as empresas individuais, não teriam essa mesma capacidade de avançar em diferentes indústrias. Não obstante, Guillén (2000) defendeu que as transações recorrentes entre as empresas afiliadas a grupos empresariais resultam em melhor alocação de recursos.

Outra abordagem sobre a diversificação de grupos empresariais foi trazida por Manikandan e Ramachandran (2015), que sustentaram como principais justificativas para as maiores oportunidades de crescimento das empresas afiliadas a grupos empresariais a forma organizacional multientidade e o portfólio diversificado de negócios do grupo. Para esses autores, a diversificação do grupo oportuniza às suas afiliadas o acesso a recursos complementares que podem ser obtidos por meio da rede de negócios que se forma no grupo. Ainda, a forma organizacional caracterizada por entidades legalmente independentes, unidas num contexto de administração compartilhada (o grupo), se torna uma alternativa efetiva de organizar diferentes negócios dentro de uma mesma organização.

Contrário aos movimentos de desmobilização dos grandes conglomerados diversificados em economias desenvolvidas ocorrido nas últimas décadas, resultantes das melhorias institucionais nesses países, Khanna e Palepu (1997) sustentam a ideia que, em mercados emergentes, a estratégia de diversificação de grupos empresariais na direção de negócios em diferentes indústrias está relacionada ao contexto institucional dessas economias. As vantagens da diversificação de grupos empresariais estão relacionadas aos papéis que os grupos realizam para superar as carências existentes nos mercados externos de capitais, trabalho e produtos, que elevam os custos de transação e limitam a competitividade das empresas, caso operem individualmente. (KHANNA e PALEPU, 1997; KHANNA e YAFEH, 2007; RAMASWAMY, LI e PETITT, 2012).

Li, Ramaswamy e Petitt (2006) argumentam que a carência, ou ausência, de intermediários externos qualificados para desempenhar atividades de valor

especializadas forçam as organizações a construir seus próprios recursos para mitigar as falhas externas de mercado. Contudo, mesmo que o papel do grupo no preenchimento dos vazios institucionais e na superação das falhas de mercado traga benefícios aos seus afiliados, tais como acesso aos recursos financeiros, disponibilização de mão-de-obra e sinergias no processo produtivo, esses benefícios podem ser valiosos somente para alguns afiliados, assim como mais relevantes apenas para alguns grupos. (RAMASWAMY et al., 2012).

Por esse motivo, Li et al. (2006) afirmam que a estratégia de diversificação do grupo empresarial depende dos tipos de falhas de mercado os quais as empresas do grupo estão mais expostas. Em relação aos mercados de produtos, os grupos de sucesso tendem a adotar a estratégia de diversificação relacionada, mais do que a diversificação não-relacionada, para superar as carências de mercado que afetam os negócios de suas afiliadas. No mercado de trabalho, para a mão-de-obra especializada, os grupos se movimentariam mais na direção da diversificação relacionada, ao passo que, para o mercado de trabalho em nível gerencial, a estratégia seria de diversificação não-relacionada. Sobre o mercado de capitais, a diversificação não-relacionada permite que os grupos exerçam o papel de mercado interno de capitais, alocando recursos financeiros entre suas afiliadas.

Quando ingressa em novas linhas de negócios, os grupos frequentemente podem ultrapassar os vazios institucionais enfrentados por novas empresas independentes utilizando o capital, talento, ou reputação construída por outros negócios do grupo. O grupo pode servir, então, como uma empresa de capital de risco, uma empresa de busca de executivos e uma consultoria de marca em um mercado que carece de redes sofisticadas de intermediários. (KHANNA e PALEPU, 2010, p. 157).

Outro argumento na defesa dos movimentos dos grupos empresariais na direção da diversificação em diferentes negócios está relacionado com o desempenho superior que é alcançado pelas empresas afiliadas aos grupos, relativamente às empresas individuais. Khanna e Palepu (2000a; 2000b) e Khanna e Rivkin (2001) constataram que o desempenho de empresas afiliadas a grupos empresariais diversificados em negócios não-relacionados é melhor do que o desempenho de empresas não afiliadas a algum grupo. Entre os principais motivos para esse desempenho superior estão os benefícios trazidos pelo grupo em relação ao acesso a novas tecnologias, as conexões políticas com o governo, o acesso ao capital estrangeiro e a redução dos custos de transação nos mercados de trabalho e produtos. Nessa linha, Chang e Choi (1988) afirmaram que grupos empresariais com

estruturas multifuncionais têm desempenho econômico superior porque esse tipo de estrutura reduz os custos de transação originários das falhas organizacionais.

Contudo, Khanna e Palepu (1999b) argumentam que, na medida em que as economias emergentes começam a se desenvolver, os laços econômicos e sociais dos grupos empresariais diversificados deveriam diminuir, justamente pela evolução desses mercados. Entretanto, os autores identificaram um aumento do escopo e dos laços econômicos e sociais dos grupos nas economias emergentes. Entre os argumentos prováveis estão o baixo desenvolvimento dos intermediários de mercado e a presente falta de redução nos custos de transação nos mercados primários.

Por outro lado, de acordo com Hoskisson et al. (2005), a evolução das instituições de mercado nas economias emergentes fez com que os grupos empresariais comesçassem a ter pior desempenho, uma vez que a principal função desses grupos era a atuação como substitutos dos mercados imperfeitos. Adicionalmente, segundo os mesmos autores, com o desenvolvimento das instituições de mercado, os custos de transação nessas economias podem cair substancialmente. Nesse sentido, movimentos de reorientação para o foco principal se intensificaram. Conforme Hoskisson et al. (2005), a volta das atividades do grupo para o foco é uma tentativa de balancear os custos de transação e os custos específicos que crescem dentro do próprio grupo, no intuito de melhorar o desempenho.

Outro elemento importante para o entendimento dos grupos empresariais diversificados está relacionado com a estrutura de propriedade. Tendo como pano de fundo os pressupostos da TA (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1986; AMIHUD e LEV, 1981), a forma como os grupos organizam a propriedade e o controle envolve interesses distintos e decisões heterogêneas.

De acordo com Hoskisson et al. (2005, p. 954): “Os proprietários provavelmente terão forte influência sobre o tipo de estratégia de diversificação e a estrutura organizacional associada que deveria ser implantada”. Para Boyd e Hoskisson (2010), a configuração dos grupos empresariais salienta que a diversificação relacionada envolve mais centralização do controle, principalmente porque o controle está nas mãos da família, que também exerce a administração do grupo. Por outro lado, a diversificação não-relacionada pode ampliar o escopo da estrutura societária do grupo, uma vez que a propriedade envolve um maior número de acionistas externos.

Grupos empresariais controlados por famílias adotam um escopo reduzido de diversificação, bem como a diversificação possui um alto grau de parentesco entre os negócios. (HOSKISSON et al., 2005). Entretanto, em grupos empresariais familiares, mesmo que haja uma menor possibilidade de conflitos de agência, existe o risco dos membros da família que exercem a gestão do grupo expropriarem outros membros da família. (BOYD e HOSKISSON, 2010).

Contudo, ao analisar os laços interorganizacionais e as fronteiras dos grupos empresariais chilenos, Khanna e Rivkin (2006) constataram que as conexões baseadas na estrutura de propriedade familiar não seriam as principais razões para caracterizar as fronteiras e os laços do grupos em economias emergentes. Para os autores, os principais delineadores das fronteiras dos grupos empresariais diversificados são as sobreposições de proprietários, as participações acionárias indiretas e as interligações de diretores. As evidências de Khanna e Rivkin (2006) corroboram com os argumentos de Cainelli e Iacobucci (2011) de que a estrutura de propriedade e controle são as melhores formas de delinear as fronteiras dos grupos empresariais.

A configuração da estrutura de propriedade do grupo empresarial também envolve a capacidade de monitoramento que os conselhos de administração devem ter sobre a administração do grupo, com o objetivo de preservar os interesses de seus proprietários. Khanna e Palepu (1999a) investigaram o processo de governança de grupos empresariais na Índia considerando três tipos de estrutura de propriedade: investidores institucionais estrangeiros, investidores institucionais locais e grupos familiares. A principal constatação dos autores foi que os investidores estrangeiros exercem uma função de monitoramento importante para os mercados emergentes, uma vez que esses mercados estão inseridos na economia global. Por outro lado, os investidores domésticos apresentam fragilidades nesse processo. Não obstante, os grupos familiares são mais difíceis de monitorar, porque a família está no controle. Ainda, os grupos empresariais com maior transparência atraem mais investidores estrangeiros. Outrossim, Khanna e Palepu (2000a) constataram que a existência de acionistas na gestão melhora o desempenho do grupo empresarial, em função do monitoramento exercido por eles sobre o grupo como um todo.

Especificamente no contexto brasileiro, os grupos empresariais diversificados apresentam suas particularidades em relação a estratégia, estrutura, propriedade e controle e ambiente institucional.

Rabelo (1996) propôs três conceitos para analisar a lógica da diversificação de grupos empresariais no Brasil: (1) Sinergia; (2) competências básicas; e (3) negócios básicos. O primeiro conceito está relacionado com o grau de parentesco existente entre os negócios do grupo e segue a lógica do melhor uso dos recursos, sejam eles operacionais ou administrativos. O autor explora a ideia de que os negócios podem ser relacionados, caso a alta direção do grupo esteja envolvida na gestão direta dos negócios, aproveitando as atuais sinergias dos recursos, ou não-relacionados, caso a alta direção decida pela entrada em outros tipos de negócios, requerendo a aquisição de novas qualificações de gestão. Dependendo da decisão, Rabelo (1996) explica que o grupo pode apresentar a formação de um conglomerado (diversificação não-relacionada), ou então a formação com características industriais (diversificação relacionada), fundamentada em alguma espécie de sinergia.

O segundo e terceiro conceitos, de certa forma, se tornam desdobramentos do primeiro. De acordo com Rabelo (1996), as competências básicas são as competências necessárias, sejam elas gerenciais ou operacionais, que permitam ao grupo obter vantagens competitivas. Quanto mais específicas forem essas competências, mais semelhantes serão os negócios do grupo. Geralmente, as competências básicas estão relacionadas aos atuais negócios e resultam em movimentos dentro da própria indústria e atuais mercados. O terceiro conceito – negócios básicos – significa a diversificação em negócios similares, aproveitando as competências básicas, ou a entrada em novos negócios, por meio de fusões, aquisições, ou *joint ventures*, com o propósito de adquirir novas qualificações que o grupo ainda não tem.

Ruiz (2012) corrobora com os conceitos apresentados por Rabelo (1996) ao afirmar que a estratégia de diversificação tem como referência o negócio central do grupo, está relacionado com a sinergia entre os negócios e se baseia nos atuais ativos que o grupo detém. “Os núcleos de negócios e as competências corporativas definem quais oportunidades tecnológicas são possíveis de serem exploradas” (Ruiz, 2012, p. 110). Aldrighi e Postali (2010) reforçaram que, com o processo de liberalização do comércio, desregulamentação e competição global, os grupos empresariais

procuraram fortalecer suas posições em alguns mercados e diversificaram primeiramente em indústrias tecnologicamente relacionadas, no sentido de evitar a perda de mercado, ou se tornarem alvos de aquisição por parte dos concorrentes. Ainda, Siqueira (2000) evidenciou que os grandes grupos brasileiros, na primeira metade da década de 1990, priorizaram as estratégias de diversificação com as mesmas bases tecnológicas e em mercados similares, além da integração vertical das suas operações. Por outro lado, diminuíram a diversificação para áreas distintas dos atuais negócios do grupo.

Bonelli (1998) analisou as estratégias dos grandes grupos empresariais brasileiros na década de 1990 e identificou três principais categorias: (1) A de grupos que estão inseridos em setores mais competitivos, onde prevalecem as decisões sobre as opções tecnológicas e de mercado, o que torna mais arriscada a decisão sobre os movimentos de diversificação, uma vez que as tecnologias mudam e os mercados podem apresentar melhores ou piores oportunidades de crescimento; (2) a de grupos que buscam a especialização e a integração vertical, indicando movimentos na direção da diversificação relacionada; e (3) a de grupos que ingressaram em outros negócios adotando uma estratégia de diversificação com alto risco financeiro e via endividamento, caracterizando-se como um movimento em direção da diversificação não-relacionada.

Em relação a configuração dos grupos enquanto estrutura de propriedade, Aldrighi e Postali (2010) sinalizaram que, geralmente, os grupos empresariais brasileiros têm estrutura de propriedade concentrada num principal acionista com mais de 50% do capital votante da companhia, os acionistas controladores são predominantemente famílias e o grupo possui ao menos uma empresa afiliada com capital aberto e ações negociadas em bolsa de valores.

Os modelos de propriedade dos grupos empresariais no Brasil foram pesquisados por Procianoy (2001). O autor identificou três formas dos grupos se estruturarem: (1) Cascata, (2) teia, e (3) leque. O modelo de cascata apresenta um acionista majoritário (empresa A) que controla as demais empresas do grupo. Entretanto, a empresa B controla a empresa C. Nesse modelo, existem ao menos duas companhias abertas listadas na bolsa de valores (empresas B e C). Esse tipo de grupo apresenta as características de integração vertical, compartilhamento

tecnológico e administração integrada; portanto, uma característica de grupo com diversificação relacionada.

No modelo de teia, Procianoy (2001) demonstra que a empresa A controla a empresa B, e ambas controlam as demais empresas do grupo. Nesse modelo, ao menos três empresas são companhias abertas negociadas no mercado de capitais. Embora o autor sinalize que não seja possível constatar uma característica específica para as decisões estratégicas desse modelo de propriedade, os argumentos apontados também remetem para a direção da diversificação relacionada, principalmente em função dos ganhos obtidos pelas sinergias entre as companhias e pela condução das linhas estratégicas serem feitas por um conselho de administração comum a todas.

O terceiro modelo de propriedade, a estrutura em leque, remete para a forma organizacional de empresa *holding*, com portfólio diversificado de investimentos em diferentes negócios. Esse modelo pode ser associado à estratégia de diversificação não-relacionada, com foco na diminuição do risco pela diversificação. Segundo Procianoy (2001), esse modelo de propriedade se caracteriza pela busca de sinergias intra-grupo, principalmente financeira, embora cada companhia tenha sua administração autônoma.

Por fim, as condições proporcionadas pelo ambiente institucional do Brasil exercem influência sobre as estratégias de diversificação dos grupos empresariais. Segundo Ruiz (2012), os movimentos de diversificação requerem ambientes políticos e econômicos que reduzam as incertezas e proporcionem maiores condições para que os grupos empreendam suas estratégias. Complementando o raciocínio, Aldrighi e Postali (2010) afirmaram que a diversificação de grupos empresariais no país foi favorecida pelas políticas públicas e pelos processos de privatizações ocorridos nas últimas décadas.

Outro aspecto são as relações políticas existentes entre os grupos empresariais e o governo. Nesse sentido, Costa et al. (2013) mostraram a influência das conexões políticas sobre a estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil. As evidências sugerem que os grupos se diversificam para aumentar a força política e se beneficiar dessas relações. As conexões políticas levariam os grupos a se diversificarem mais. Quanto mais próximo dos governos e das instituições, maior a influência dos grupos e maior a sua diversificação.

Com base nos fundamentos da teoria dos custos de transação (TCT), da teoria da agência (TA) e da teoria dos grupos empresariais em economias emergentes (GE), o próximo capítulo apresenta o quadro referencial teórico desenvolvido no trabalho para analisar os fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil.

3 FATORES DETERMINANTES DA DIREÇÃO DA DIVERSIFICAÇÃO DE GRUPOS EMPRESARIAIS NO BRASIL: UMA PROPOSTA

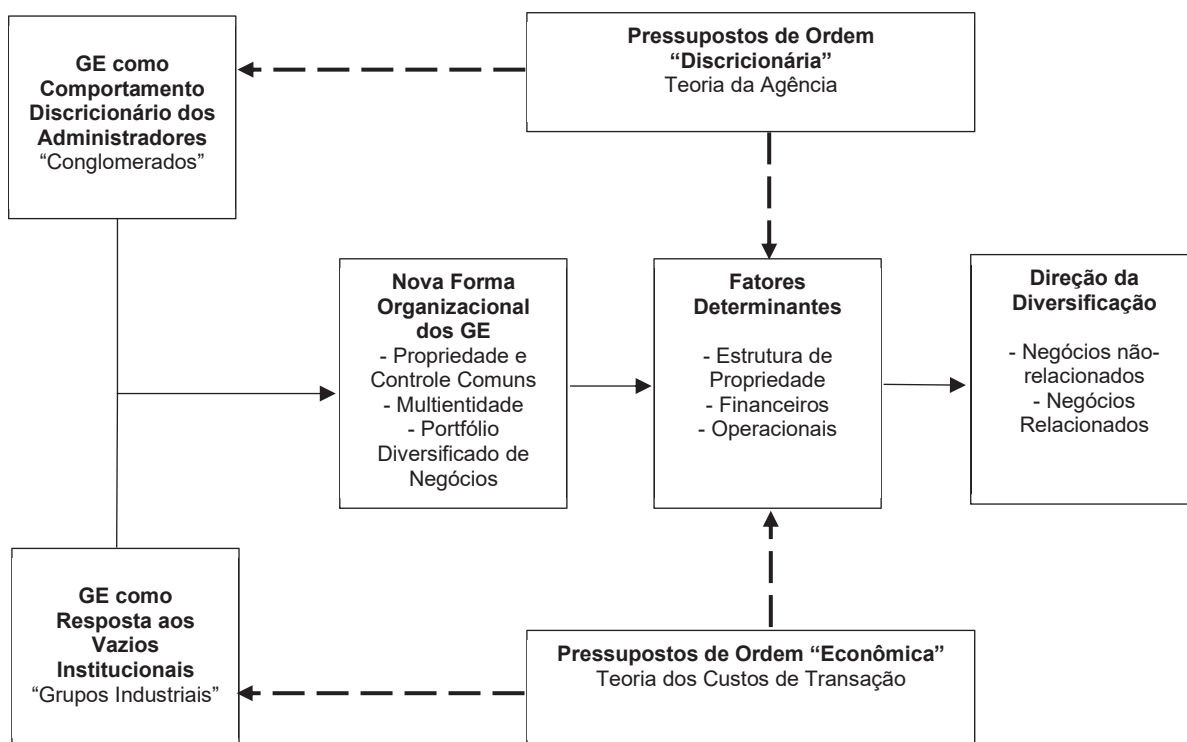
O quadro referencial teórico desenvolvido é uma proposta de avanço na discussão das pesquisas que se propõem a investigar as estratégias de diversificação de grupos empresariais em economias emergentes. Especificamente, o objetivo dessa proposta é contribuir para a discussão dos fatores determinantes da estratégia de diversificação de grupos empresariais que perseguem a diversificação não-relacionada, ou que perseguem a diversificação relacionada, em economias emergentes como a brasileira.

Conforme apresentado no referencial teórico, os GE têm sido investigados como resposta aos vazios institucionais e às falhas de mercado (KHANNA e PALEPU, 1997; 2000a; 2000b; KHANNA e YAFEH, 2007), por sua atuação como um mercado interno de capitais (LEFF, 1976; 1978; STEIN, 1997) e também à luz do comportamento discricionário dos administradores (JENSEN, 1986; DENIS e DENIS, 1997; DENIS et al., 1999; AMIHUD e LEV, 1981; 1999). Contudo, conforme sugeriram Cainelli e Iacobucci (2011), tais interpretações podem levar a um entendimento limitado sobre o efetivo propósito dos grupos empresariais. Não obstante, Manikandan e Ramachandran (2015) afirmaram que os grupos empresariais vão muito além de, simplesmente, o preenchimento dos vazios institucionais.

Segundo Cainelli e Iacobucci (2011), os grupos empresariais, constituídos por uma direção unitária e coordenação administrativa comum, podem ser uma forma organizacional adequada para administrar o crescimento das empresas, seja por meio da estratégia de integração vertical de seus negócios, ou pela estratégia de diversificação. Para Manikandan e Ramachandran (2015), a forma organizacional multientidade e o portfólio diversificado de negócios permitem melhores oportunidades de crescimento para as empresas afiliadas ao grupo.

Partindo dos conceitos desenvolvidos por Cainelli e Iacobucci (2011) e Manikandan e Ramachandran (2015), está sendo acrescentada às discussões sobre a estratégia de diversificação de grupos empresariais a influência de diferentes fatores sobre a direção da diversificação, seja em negócios relacionados à atividade principal do grupo, ou então em negócios não-relacionados. A figura 1 a seguir apresenta o quadro referencial teórico proposto:

Figura 1: Quadro Referencial Teórico para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação de Grupos Empresariais no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor.

O pressuposto central é que, uma vez que existem grupos empresariais que se diversificam dentro de negócios relacionados à sua atividade principal e grupos que se diversificam na direção de negócios não relacionados ao seu negócio central, existem diferentes fatores que influenciam essas estratégias de diversificação e podem se manifestar de maneiras distintas.

Inicialmente, de acordo com os pressupostos de ordem discricionária, sustentados pelos fundamentos da teoria da agência (JENSEN e MECKLING, 1976), os grupos empresariais eram associados aos conglomerados diversificados presentes nas economias desenvolvidas. A estratégia de diversificar em diferentes negócios levava a formação de grupos com características de conglomerados, cujo objetivo principal dos administradores era diversificar para diminuir o seu próprio risco (AMIHUD e LEV, 1981), ou expropriar a riqueza dos acionistas formando "grandes impérios" com o uso do fluxo de caixa livre em excesso. (JENSEN, 1986).

Em consonância com os pressupostos de ordem econômica, seguindo os fundamentos da teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985), os

grupos empresariais eram associados aos grupos industriais¹⁵ constituídos como substitutos dos mercados imperfeitos, com alta assimetria de informação e elevados custos de transação. A estratégia de diversificar possibilitaria a redução dos custos de transação nos mercados externos pelo melhor aproveitamento interno dos recursos existentes e pela sinergia promovida pelo uso de recursos tecnológicos, humanos, financeiros e produtivos para as suas subsidiárias.

Grupos integrados verticalmente, ou que perseguem a diversificação relacionada terão altos níveis de transações entre empresas, relativamente aos grupos que perseguem a diversificação não-relacionada. (BOYD e HOSKISSON, 2010, p. 679).

Chang e Choi (1988) promoveram a aproximação dessas duas correntes ao desenvolver o conceito de “estrutura relacional” para a formação dos grupos empresariais coreanos. O conceito pressupõe que os grupos empresariais contemplam tanto as características dos conglomerados, quanto da estrutura multidivisional baseada na integração vertical das atividades produtivas. Segundo os mesmos autores, as características de integração vertical seriam para superar as dificuldades que as empresas enfrentam nas transações de mercado, que geram altos custos de transação. Em relação às características de conglomerado, Chang e Choi (1988) sustentaram que seria pela sua atuação como um mercado interno de capitais, realocando fundos entre as empresas do grupo para criar condições mais favoráveis de financiamento dos investimentos.

Guillén (2010) acrescenta que os grupos empresariais diversificados característicos nas economias emergentes são diferentes dos conglomerados dos países desenvolvidos porque cresceram em função da sua capacidade de estabelecer novos negócios de forma rápida e a custos mais baixos ao longo de diversas indústrias, e não em função exclusivamente da busca pela diversificação financeira, característica dos grandes conglomerados.

No atual contexto, a compreensão dos grupos empresariais como uma “nova forma organizacional” característica das economias emergentes pode ser assumida a partir da combinação dos conceitos trazidos por Cainelli e Iacobucci (2011) e Manikandan e Ramachandran (2015). O conceito está situado no centro do quadro referencial teórico representado pela figura 1. Portanto, os grupos empresariais

¹⁵ Especificamente para esse argumento, o *grupo industrial* também pode ser associado com a *empresa multidivisional* (Forma-M) característica das economias desenvolvidas.

podem ser entendidos por uma forma organizacional que consiste em uma estrutura de propriedade e controle comuns, com formação multientidade e portfólio diversificado de negócios.

Essa “nova forma” não exclui as características apresentadas por Chang e Choi (1988). Contudo, permite considerar que, tanto os grupos que atuam dentro de uma única indústria, portanto, com diversificação relacionada, quanto os grupos que possuem negócios em diferentes indústrias, portanto, com diversificação não-relacionada, apresentam essas três características em sua forma organizacional. Entretanto, essas características podem se configurar de maneiras diferentes, dependendo da estratégia de diversificação empreendida pelo grupo empresarial.

Cainelli e Iacobucci (2011) sustentaram a ideia de que uma das características dos grupos empresariais é a propriedade e o controle comuns, com direção unitária e coordenação administrativa. A direção unitária significa que o controlador exerce um papel ativo sobre as decisões estratégicas das empresas do grupo, tais como investimentos, nível de integração vertical, grau de diversificação, estrutura financeira, entre outros. Sobre a coordenação administrativa, os autores afirmaram que a matriz do grupo exerce autoridade e supervisão sobre um conjunto de atribuições, tais como P&D, finanças, marketing, entre outros. O controle exercido pela matriz não significa que as subsidiárias não possuam autonomia em suas decisões. Contudo, significa que determinados assuntos são centralizados na matriz, ou que o grau de descentralização para as afiliadas é limitado. “Em grupos diversificados algumas funções, como finanças e P&D, são centralizadas algumas vezes em empresas especializadas dentro do grupo”. (CAINELLI e IACOBUCCI, 2011, p. 1568).

No que tange a forma organizacional multientidade, o conceito apresentado por Manikandan e Ramachandran (2015) significa a existência de um *headquarter* (o grupo) e de empresas afiliadas independentes e legalmente constituídas. De acordo com os autores, a separação em entidades legalmente constituídas faz com que os problemas de governança característicos das formas multidivisionais sejam minimizados, principalmente por causa que cada empresa tem seu próprio conselho de administração, suas demonstrações financeiras, sua contabilidade individual, assim como os principais executivos são independentes, questões que a Forma-M não apresenta.

Por fim, Manikandan e Ramachandran (2015) afirmam que o portfólio diversificado de negócios faz com que as empresas afiliadas tenham mais capacidade de se apropriar das oportunidades de crescimento que o grupo pode fornecer e que não estão presentes nos mercados de fatores estratégicos incompletos. Em função do portfólio diversificado de negócios do grupo, as empresas afiliadas se beneficiariam de elementos como, por exemplo: (a) A transferência de recursos e de conhecimentos entre as empresas que formam a rede do grupo; (b) melhor processo de governança, em função da participação de um conjunto de diretores nos conselhos de muitas das diferentes empresas do grupo; e (c) maior acesso a variedades de recursos, tanto quanto maior for a diversificação do grupo.

De acordo com os diferentes elementos expostos acima, esse trabalho assumiu o entendimento que os grupos empresariais se constituem em uma nova forma organizacional composta por propriedade e controle comuns, com formação multientidade e com portfólio diversificado de negócios¹⁶. A partir desse entendimento, o pressuposto foi que existem fatores de ordem financeira, operacional, e de estrutura de propriedade que influenciam a escolha da direção da estratégia de diversificação adotada pelos grupos empresariais em economias emergentes como no Brasil.

Em consonância com os pressupostos de ordem discricionária, suportados pelos fundamentos teóricos da agência (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1986) e de ordem econômica, sustentados pela teoria dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985), espera-se que os fatores influenciem de maneira distinta os grupos empresariais que diversificam em negócios não-relacionados, dos que diversificam em negócios relacionados.

Para sustentar os argumentos apresentados no quadro referencial teórico, hipóteses relacionadas aos fatores financeiros, operacionais e de estrutura de propriedade foram desenvolvidas e estão apresentadas na sequência.

¹⁶ Relembrando, pelo conceito de grupo empresarial definido neste trabalho, o “portfólio diversificado de negócios” pressupõe que os diferentes negócios do grupo podem estar dentro de uma mesma indústria, caso a diversificação seja relacionada, ou em diferentes indústrias, caso a diversificação seja não-relacionada.

3.1 HIPÓTESES DE PESQUISA

Os fatores de ordem financeira formam o primeiro conjunto de fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil. A hipótese geral é que:

Hipótese 1 (H1): Fatores de ordem financeira exercem influência sobre a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

De acordo com Jensen (1986), a liquidez excessiva faz com que os fluxos de caixa sejam utilizados discricionariamente pelos administradores e aplicados em diferentes projetos, mesmo que esses investimentos reduzam o valor da companhia. Esse movimento estaria associado à formação de conglomerados diversificados característicos das economias desenvolvidas. Pelos pressupostos da agência, grupos com maior liquidez empreenderiam a estratégia de diversificação não-relacionada. Entretanto, tais argumentos seriam contraditórios para os grupos com diversificação relacionada, uma vez que o conceito da formação de conglomerados não se sustentaria para essa estratégia.

Em consonância com os pressupostos da teoria dos custos de transação, Khanna e Palepu (1997) e Khanna e Yafeh (2007) sustentam que as imperfeições nos mercados externos de capitais em economias emergentes tornam o acesso a recursos financeiros mais caros e escassos para as empresas individualmente. Nesse sentido, os grandes grupos empresariais seriam incentivados a praticar um mercado interno de capitais para viabilizar o crescimento dos negócios existentes, ou a entrada em novos negócios.

Contudo, Stein (1997) questionou se o mercado interno de capitais funciona melhor nos casos em que a companhia adota a estratégia de diversificação não-relacionada, ou a estratégia focada (diversificação relacionada) envolvendo investimentos em linhas de negócios semelhantes. Ademais, companhias com alta liquidez poderiam ter menos interesse nos benefícios trazidos pelo mercado interno de capitais, pois teriam maior acesso ao crédito, menor custo de capital e, portanto, teriam menor interesse em buscar a diversificação não-relacionada, mantendo-se focada no negócio principal. (STAGLIANÒ et al., 2014). Com base nesse conjunto de argumentos, a seguinte hipótese é estabelecida:

H1a: Existe uma relação indefinida entre lucratividade e a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Jensen (1986) argumenta que o endividamento reduz os custos de agência resultantes do fluxo de caixa livre em excesso, servindo como um disciplinador do comportamento discricionário dos administradores. Esse mecanismo evita a aplicação dos recursos em outros negócios, uma vez que a dívida gera obrigações de pagamento e os credores possuem maior capacidade de monitoramento. Seguindo os pressupostos da teoria da agência, Lim, Das e Das (2009) levantaram a hipótese da diversificação não-relacionada estar associada negativamente com o endividamento, ao passo que a diversificação relacionada estaria associada positivamente com o financiamento por dívida. Além disso, se a diversificação em negócios não relacionados é vista como arriscada pelo mercado de capitais, haveria uma menor disponibilidade de recursos externos para projetos não relacionados. (CHATTERJEE e WERNERFELT, 1991). Por esses motivos, administradores de grupos com menor endividamento, agindo discricionariamente, diversificariam em outras atividades de negócios. Ao contrário, grupos empresariais atuando dentro do negócio principal teriam maior endividamento.

Seguindo a abordagem dos custos de transação, Williamson (1988) considerou a dívida e o capital próprio como estruturas de governança, ao invés de simplesmente instrumentos financeiros para o financiamento de projetos de investimentos. À luz da TCT, o capital próprio seria a principal fonte para financiar os projetos de investimentos das companhias. A lógica está relacionada com a especificidade dos ativos. Quanto mais específicos forem os ativos relacionados ao projeto de investimento, menor será a sua utilização para outras finalidades; conseqüentemente, menor a capacidade da companhia para levantar financiamento externo por meio de dívida. Esse argumento está relacionado ao pressuposto de que o credor, por não estar interessado em fazer parte da companhia, mas somente recuperar o capital emprestado a uma remuneração adequada ao risco, vê como mais arriscado alocar recursos em projetos que, caso tenham insucesso, dificultariam a recuperação do seu capital. Por outro lado, a dívida pode ser uma fonte de financiamento viável para os projetos de investimentos onde há uma menor especificidade dos ativos, uma vez que esses ativos poderão ser utilizados para outras finalidades no futuro, caso o projeto fracasse. Por essa lógica, o credor teria o seu risco reduzido ao financiar esse tipo de projeto.

Em consonância com os argumentos de Williamson (1988), a diversificação relacionada seria empreendida predominantemente por meio de financiamento com capital próprio, enquanto a diversificação não-relacionada poderia ser empreendida utilizando como fonte de financiamento o capital externo por meio de dívida.

Não obstante, de acordo com Khanna e Palepu (1997), em economias emergentes, grandes grupos empresariais bem estabelecidos teriam mais acesso ao mercado de capitais externo. Consequentemente, poderiam assumir maior risco e ter maiores níveis de endividamento. Além disso, Williamson (1988) e Staglianò et al. (2014) defendem que companhias endividadas têm que cumprir suas obrigações com os credores. Nesse sentido, a diversificação por meio de negócios não-relacionados aumentaria a capacidade de pagamento dessas obrigações, uma vez que outros negócios gerariam novas receitas e lucros. Ainda, os ativos de negócios não relacionados diretamente serviriam como garantias reais aos credores, aumentando a capacidade de endividamento da companhia. Assim, segundo Staglianò et al. (2014, p. 151): “Se o endividamento aumenta, a companhia poderia diversificar seus negócios no sentido de adquirir maior capacidade de serviço da dívida e reduzir sua restrição financeira”. Nessa lógica, grupos com diversificação não-relacionada teriam maior capacidade de endividamento, ao contrário de grupos com diversificação relacionada, que teriam menor capacidade de endividamento. O conjunto de argumentos expostos acima resulta na seguinte hipótese:

H1b: Existe uma relação indefinida entre endividamento e a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

De acordo com os pressupostos da TA, em companhias com controle acionário disperso, ou que os administradores possuem uma pequena parcela do capital acionário, os ativos corporativos poderiam ser implantados para beneficiar os administradores, ao invés dos acionistas. (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988). Esse argumento iria ao encontro da construção de “impérios” como pressuposto da diversificação em negócios não-relacionados e levaria a investimentos em novos ativos de capital, mesmo que não-relacionados a atividade central da companhia.

Entretanto, outro argumento pode ser considerado para uma possível relação positiva entre os investimentos em capital e a diversificação não-relacionada. As características de portfólio diversificado de negócios e a forma organizacional multientidade trazidas por Manikandan e Ramachandran (2015) para definir os grupos

empresariais podem sugerir que a motivação da diversificação não seja um comportamento de agência, mas sim as oportunidades identificadas pelos grupos empresariais em mercados incompletos para investir em novas atividades não relacionadas ao negócio central.

Por outro lado, em consonância com os fundamentos da TCT, os investimentos em capital fixo geralmente têm como destinação o aumento (ou a construção) de plantas industriais, a aquisição de novos equipamentos e máquinas para uso produtivo, ou a substituição de equipamentos antigos. Conforme Titman e Martin (2010, p. 61): “Para manter a capacidade produtiva e possibilitar o crescimento dos fluxos de caixa futuros a companhia deve, periodicamente, fazer investimentos em ativos imobilizados”. Chatterjee e Wernerfelt (1991) e Barton (1988) sustentaram que a especificidade dos ativos faz com que os investimentos em capital estejam mais associados a movimentos em direção da diversificação relacionada, pois estes são investimentos em ativos “menos flexíveis”. Na mesma linha, Bettis (1981, p. 382) afirmou que: “A intensidade de capital impõe um maior grau de risco porque os ativos são específicos para determinadas atividades e são imobilizados por um longo tempo, restringindo sua possível venda”. Portanto, a seguinte hipótese é estabelecida:

H1c: Existe uma relação indefinida entre dispêndio de capital e a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Montgomery e Singh (1984) sugeriram que a diversificação não-relacionada estaria associada a um maior risco, relativamente a diversificação relacionada, principalmente pelo baixo poder de mercado, baixa intensidade de capital e maiores níveis de endividamento das companhias que adotam esse tipo de estratégia. Na mesma linha, Barton (1988) constatou que as companhias com diversificação não-relacionada têm maior grau de risco.

Por outro lado, Martínez Campillo e Fernández Gago (2009) evidenciaram que os níveis de risco estão diretamente associados com a propensão das companhias em se movimentarem em direção a outros negócios. Amihud e Lev (1981) sugeriram que a redução do risco pode vir por intermédio de fusões conglomeradas¹⁷, o que se

¹⁷ Amihud e Lev (1981) tratam o tema à luz da teoria da agência e analisam sob a perspectiva das companhias controladas por administradores, onde o controle é disperso, e das companhias controladas pelos proprietários, onde o controle é concentrado. A hipótese dos autores foi que exista uma maior redução do risco pela diversificação conglomerada nas empresas controladas pelos administradores.

associa com os movimentos em direção a diversificação não-relacionada. Adicionalmente, Staglianò et al. (2014) sugeriram que um dos benefícios associados à decisão da companhia em perseguir a diversificação não-relacionada está na redução do risco operacional e do custo de capital. Williamson (1970) sinalizou que a formação de conglomerados diversificados é uma forma de redução do risco pela diversificação de negócios.

O pressuposto da redução do risco pela diversificação, no conceito dos grupos empresariais em economias emergentes, também está relacionado com a capacidade do grupo de exercer a função de “seguro mútuo” para suas empresas afiliadas. (KHANNA e YAFEH, 2005). Isso seria uma forma do grupo exercer o compartilhamento do risco entre suas diversas empresas.

Nesse sentido, quanto mais voláteis forem os retornos dos atuais negócios do grupo empresarial, mais instáveis serão os seus resultados e, conseqüentemente, maior a propensão em direção da diversificação para outros negócios não relacionados aos atuais negócios como forma de reduzir o risco. Os argumentos acima levam para a seguinte hipótese:

H1d: Existe uma relação positiva (negativa) entre o risco e a estratégia de diversificação não-relacionada (relacionada) empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Os fatores de ordem operacional formam o segundo conjunto de fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil. A hipótese geral é que:

Hipótese 2 (H2): Fatores de ordem operacional exercem influência sobre a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Partindo do conceito central da teoria dos custos de transação: “Se os custos de estabelecer uma transação no mercado são elevados, a companhia pode obter benefícios econômicos internalizando suas transações dentro da própria organização” (JONES e HILL, 1988, p. 160), grupos empresariais com uma maior proporção de ativos físicos teriam maiores condições de internalizar suas operações, a um custo mais baixo. Adicionalmente, para Chatterjee e Wernerfelt (1991), os recursos físicos são caracterizados como capacidade fixa e, portanto, restritos para uso em outros

negócios, sendo geralmente utilizados em indústrias similares. Por esses motivos, a seguinte hipótese é estabelecida:

H2a: Existe uma relação negativa (positiva) entre ativos físicos e a estratégia de diversificação não-relacionada (relacionada) empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Para Khanna e Palepu (1997), em economias emergentes, companhias com marcas estabelecidas exercem um grande poder sobre o mercado. Um conglomerado com boa reputação por seus produtos de qualidade pode utilizar a marca do grupo para entrar em novas atividades, mesmo que essas atividades sejam não relacionadas às suas atuais linhas de negócios. Esse raciocínio foi desenvolvido por Wernerfelt (1988), que definiu o conceito de “marca guarda-chuva” para caracterizar as companhias multiprodutos que se utilizam da boa reputação estabelecida por sua marca para introduzir novos produtos no mercado. Por outro lado, conforme Chatterjee e Wernerfelt (1991), ativos intangíveis como capital humano, conhecimento, pesquisa e desenvolvimento, entre outros, são relativamente “inflexíveis” e só poderiam ser utilizados para a entrada em mercados relacionados aos dos atuais negócios, onde seria possível gerar vantagem competitiva. Os argumentos acima levam à seguinte hipótese:

H2b: Existe uma relação indefinida entre ativos intangíveis e a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

O terceiro conjunto de fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil são os fatores relativos à estrutura de propriedade. A hipótese geral é que:

Hipótese 3 (H3): A estrutura de propriedade exerce influência sobre a direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Em mercados emergentes como o brasileiro, a propriedade e o controle da maioria das companhias abertas estão nas mãos dos mesmos acionistas. (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). Outrossim, a concentração acionária, na média, envolve um único acionista majoritário (PROCIANOY e SCHNORREBERGER, 2004; CAMPOS, 2006). Segundo Aldrighi e Postali (2010), a grande parte dos grupos empresariais com capital aberto no Brasil tem um único acionista controlador que detém mais de 50% do capital votante do grupo. De acordo com Rabelo (1996), grupos

empresariais que apresentam maior concentração acionária, geralmente controlados por famílias, tendem a ter menor diversificação não-relacionada. Essas mesmas características de propriedade e controle podem ser observadas em outras economias emergentes, como Argentina (FRACCHIA, MESQUITA e QUIROGA, 2010) e México. (HOSHINO, 2010). Portanto, a seguinte hipótese é estabelecida:

H3a: Existe uma relação negativa (positiva) entre estrutura de propriedade definida, composta por um único acionista controlador com ao menos 50% + 1 das ações com direito a voto, e a estratégia de diversificação não-relacionada (relacionada) empreendida por grupos empresariais no Brasil.

Conforme Montgomery (1994), os grandes grupos, frequentemente controlados por famílias, são proeminentes em economias em desenvolvimento. No Brasil, a maioria das grandes companhias abertas é controlada por grupos familiares. (PROCIANOY e SCHNORRENBURGER, 2004; CAMPOS, 2006; CARVALHAL-DASILVA, 2004). Grupos familiares tenderiam a uma estrutura de propriedade mais concentrada, geralmente com membros da família no controle, o que limitaria as ações discricionárias dos administradores, de acordo com os pressupostos da teoria da agência.

Grupos familiares também utilizariam seus ativos para gerar sinergias econômicas, compartilhamento de recursos e integração vertical (CAINELLI e IACOBUCCI, 2011), uma característica dos pressupostos da teoria dos custos de transação. Em consonância com esses argumentos, grupos empresariais com controle exercido por famílias se diversificariam, predominantemente, na direção de negócios relacionados. Portanto, a seguinte hipótese é estabelecida:

H3b: Existe uma relação negativa (positiva) entre o controle familiar e a estratégia de diversificação não-relacionada (relacionada) empreendida por grupos empresariais no Brasil.

A teoria da agência sustenta que, em companhias com baixa concentração acionária, ou com estrutura de propriedade dispersa, os administradores têm maior liberdade para promover ações discricionárias. (FAMA, 1980). Por outro lado, em companhias com maior concentração acionária, haveria uma maior capacidade de controle por parte dos proprietários sobre as ações dos administradores, limitando suas decisões. (AMIHUD e LEV, 1981; SINGH, MATHUR e GLEASON, 2004; DENIS

et al., 1999). Por esses motivos, os administradores com maior liberdade, no intuito de aumentar seu poder e prestígio por conduzirem grandes companhias, teriam maior propensão a diversificar em diferentes negócios. (JENSEN 1986; DENIS e DENIS, 1997).

Outros argumentos para uma maior propensão dos grupos empresariais na diversificação em direção a negócios não relacionados foram apresentados por Carney et al. (2011). Em consonância com os fundamentos da TA, os autores argumentaram que os grupos empresariais e suas afiliadas empreendem esse tipo de estratégia pelas seguintes razões: (a) Para se apropriarem da riqueza do grupo, os acionistas controladores adotam a formação piramidal e drenam¹⁸ os fluxos de caixa das empresas do grupo realizando investimentos que seguem a lógica da expropriação dos minoritários, ao invés do potencial de geração de lucros; e (b) o mercado interno de capitais promovido pelo grupo isola suas afiliadas das pressões exercidas pelo mercado de capitais externo, que enxerga com restrição os movimentos de diversificação não-relacionada por parte das companhias abertas, atribuindo um “desconto” sobre o valor dessas empresas.

Segundo Granovetter (1995), a propriedade do grupo empresarial pode ser exercida por empresas *holding* que controlam o capital de outras empresas. Essa característica pode ser associada a formação piramidal destacada anteriormente. A empresa *holding* pode ser constituída para esse propósito específico, portanto, não operar as outras empresas, mas também pode operar essas outras empresas pela própria função que possui além do controle do capital acionário. Aldrighi e Postali (2010) constataram que grande parte dos grupos empresariais no Brasil se organiza por meio de estruturas piramidais.

Cainelli e Iacobucci (2011) e Almeida e Wolfenzon (2006) reforçam esses argumentos afirmando que um dos benefícios da formação piramidal é que ela permite aos controladores extrair benefícios privados do controle das diferentes empresas do grupo. Em grupos com formação piramidal, a baixa proteção aos investidores leva a um alto desvio dos fluxos de caixa para as mãos dos controladores. (ALMEIDA e WOLFENZON, 2006). Além disso, existe a canalização dos fluxos de caixa das empresas as quais os controladores possuem baixos direitos sobre esses fluxos para

¹⁸ Na literatura de finanças, esse mecanismo é conhecido como “*tunneling*”. Para detalhes, ver Almeida e Wolfenzon (2006).

as empresas as quais eles detêm altos direitos sobre o caixa. (CAINELLI e IACOBUCCI, 2011). Os conflitos entre os controladores e os acionistas minoritários nos grupos empresariais ocorrem em função dos controladores terem interesses sobre todas as empresas do grupo, enquanto os acionistas minoritários somente têm direitos sobre as companhias individuais. (CAINELLI e IACOBUCCI, 2011).

Não obstante, Almeida e Wolfenzon (2006) consideraram que, em função dos investidores externos anteciparem os movimentos de *tunneling* e atribuírem condições para fornecer financiamento ao grupo, os controladores lançam mão do mecanismo do mercado interno de capitais para financiar seus investimentos antes de buscar financiamento externo. Portanto, um movimento característico de grupos empresariais com estratégia de diversificação não-relacionada.

Em economias emergentes como Brasil (ALDRIGHI e POSTALI, 2010), Chile (LEFORT, 2010), Coréia do Sul (KIM, 2010), Taiwan (CHUNG e MAHMOOD, 2010), Singapura (TSUI-AUCH e YOSHIKAWA, 2010) e Índia (SARKAR, 2010), esse conjunto de características de estrutura de propriedade é geralmente observado. Os argumentos apresentados se manifestariam de forma mais consistente em grupos empresariais onde a estrutura de propriedade se caracteriza por não haver somente um único acionista controlador, mas sim a propriedade formada por um conjunto de acionistas que detêm o controle do grupo. Assim, a hipótese estabelecida é que:

H3c: Existe uma relação positiva (negativa) entre estrutura de propriedade definida, composta por dois ou mais acionistas formando o bloco de controle do grupo empresarial, e a estratégia de diversificação não-relacionada (relacionada) empreendida por grupos empresariais no Brasil.

A partir do quadro referencial teórico proposto e das hipóteses estabelecidas, o próximo capítulo apresenta a metodologia de pesquisa desenvolvida para empreender a estratégia empírica sobre os fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil.

4 METODOLOGIA DE PESQUISA

Para responder à questão de pesquisa e alcançar os objetivos propostos apresentados no capítulo 1, sustentados pelo arcabouço teórico e pelas hipóteses apresentadas nos capítulos 2 e 3, respectivamente, esse capítulo apresenta a metodologia de pesquisa adotada para conduzir a estratégia empírica.

A estratégia empírica estabelecida nessa pesquisa se caracteriza por ser de caráter descritivo e quantitativo. Com base nisso, os dados coletados para a operacionalização das variáveis dependente e independentes são de origem secundária e foram obtidos em diferentes fontes. Dados para a composição da variável dependente foram coletados manualmente, assim como os dados para a composição de algumas das variáveis independentes de estrutura de propriedade. Os dados para a operacionalização das variáveis independentes que formaram os fatores de ordem financeira e operacional, assim como as variáveis de controle, também foram obtidos manualmente, ou por meio do acesso a bases de dados externas (apresentadas na seção 4.1.3).

Os grupos empresariais definidos como objeto de análise da pesquisa foram obtidos a partir da classificação dos 200 maiores grupos empresariais do Brasil, segundo o anuário Valor Grandes Grupos. O horizonte de tempo estabelecido para conduzir a investigação foi entre os anos de 2009 e 2014.

Por se tratar de uma pesquisa quantitativa, envolvendo múltiplas entidades em diferentes períodos de tempo, a técnica econométrica utilizada foi a de dados em painel. Os estudos com dados em painel combinam as técnicas de dados de corte transversal e de séries temporais. Segundo Stock e Watson (2004), a técnica de dados em painel é um método em que os dados de n entidades diferentes são observados em t períodos de tempo distintos. Por combinar as técnicas de dados de corte transversal e de séries temporais, os dados em painel oferecem “dados mais informativos, maior variabilidade, menos colinearidade entre variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência”. (GUJARATI e PORTER, 2008, p. 588). Ainda, Gujarati e Porter (2008) salientam que os dados em painel podem detectar e medir melhor os efeitos que simplesmente não podem ser observados isoladamente por meio das técnicas de corte transversal, ou de série temporal.

Em função de a pesquisa ter como característica o uso de variável dependente binária, na medida em que a escolha da direção da diversificação envolveu a diversificação relacionada e a diversificação não-relacionada, as regressões para os testes empíricos dos modelos foram estimadas por meio do modelo probit para painel com dados empilhados (detalhado na seção 4.1.4), que é um modelo de regressão não-linear desenvolvido para lidar com modelos de resposta binária. (WOOLDRIDGE, 2010).

Na sequência, é feita a apresentação e o detalhamento da composição e operacionalização das variáveis, da definição da amostra, da coleta de dados e dos procedimentos estatísticos aplicados para a realização dos testes empíricos.

4.1 COMPOSIÇÃO DAS VARIÁVEIS

A escolha da variável dependente e das variáveis independentes para operacionalizar a estratégia empírica partiu da análise de diferentes estudos que abordaram a temática sobre os determinantes da estratégia de diversificação nas correntes da administração estratégica, finanças corporativas e governança corporativa.

Em consonância com a fundamentação teórica apresentada no capítulo 2, a variável dependente definida para a escolha da direção da diversificação foi constituída por uma medida binária. Além da variável dependente, o quadro 3 a seguir apresenta a operacionalização do conjunto de variáveis independentes e das variáveis de controle escolhidas para testar os modelos propostos:

Quadro 3: Variável Dependente, Variáveis Independentes e Variáveis de Controle Utilizadas na Estratégia Empírica

Variáveis	Sigla	Definição	Fórmula	Fonte
Dependente				
Escolha da direção da diversificação	<i>Dummy_NR</i>	Variável binária com valor igual a 1 se o grupo empresarial opera em duas ou mais indústrias distintas pela classificação de 2 dígitos do CNAE 2.0 do IBGE, 0 caso contrário.	Dummy	Gourlay e Seaton (2004)
Independentes				
Fatores financeiros				
Lucratividade	<i>Lucro</i>	Razão entre os lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização e o ativo total.	LAJIDA/AT	Staglianò et al. (2014)
Endividamento	<i>Endiv</i>	Razão entre os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos e o ativo total.	(EFCP + EFLP)/AT	Staglianò et al. (2014)
Dispêndio de capital	<i>Capex</i>	Razão entre os dispêndios de capital e a receita líquida de vendas.	CAPEX/ROL	Majumdar e Sen (2006)
Risco	<i>Risco</i>	Desvio-padrão dos Retorno sobre os Ativos (ROA).	$\sigma(ROA)$	Adaptado de Chatterjee e Wernerfelt (1991) e Martínez Campillo e Fernández Gago (2009)
Estrutura de Propriedade				
Único controlador com ao menos 50% + 1 das ações com direito a voto	<i>Definido1</i>	Variável binária com valor igual a 1 se o grupo empresarial tem controle definido e somente 1 acionista é detentor de 50% + 1, ou mais, das ações com direito a voto, 0 caso contrário.	$D = 1, \text{ se } 1 \text{ acionista} > 50\% + 1 \text{ das ações ON}$	Adaptado de Amihud e Lev (1981), Martínez Campillo e Fernández Gago (2009) e La Porta et al. (1999)
Dois ou mais controladores compartilhando o controle acionário	<i>Definido2</i>	Variável binária com valor igual a 1 se o grupo empresarial tem controle definido com 2 ou mais acionistas compartilhando o controle acionário, 0 caso contrário.	$D = 1, \text{ se } 2 \text{ ou mais acionistas detém o controle das ações ON}$	Adaptado de Amihud e Lev (1981), Martínez Campillo e Fernández Gago (2009) e La Porta et al. (1999)
Controle familiar	<i>Família</i>	Variável binária com valor igual a 1 se o acionista controlador é uma família ou pessoa física, 0 caso contrário.	$D = 1, \text{ se controle familiar}$	Adaptado de La Porta et al. (1999)
Fatores operacionais				
Ativos físicos	<i>At_físico</i>	Razão entre o ativo imobilizado e o ativo total.	Imobilizado/AT	Staglianò et al. (2014)
Ativos intangíveis	<i>Intangível</i>	Razão entre o ativo intangível e o ativo total.	Intangível/AT	Adaptado de Chatterjee e Wernerfelt (1991)
Controles				
Tamanho	<i>Tam</i>	Logaritmo natural da receita líquida de vendas.	Log (ROL)	Adaptado de Staglianò et al. (2014)
Oportunidades de crescimento	<i>Crescto</i>	Mudança anual na receita líquida de vendas.	$(ROL_t/ROL_{t-1})-1$	Staglianò et al. (2014)

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.1.1 Variável Dependente

4.1.1.1 Escolha da Direção da Diversificação

A variável dependente captura a direção da diversificação, que assume a forma de uma variável binária com valor igual a 1 se o grupo empresarial opera em duas ou mais indústrias distintas, de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas de 2 dígitos do IBGE¹⁹, e zero caso contrário. Essa é uma métrica amplamente utilizada em pesquisas sobre diversificação, como apresentaram os trabalhos de Gourlay e Seaton (2004), Khanna e Palepu (2000a; 2000b), Campa e Kedia (2002), Staglianò et al. (2014), Lamont (1997), entre outros.

Por essa definição, os grupos empresariais identificados pela presença em duas ou mais indústrias distintas foram definidos como grupos com diversificação não-relacionada, enquanto os grupos empresariais identificados pela presença em apenas 1 indústria foram definidos como grupos com diversificação relacionada²⁰.

4.1.2 Variáveis Independentes

No intuito de sistematizar a operacionalização da estratégia empírica e possibilitar uma maior compreensão dos fatores que influenciam a direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil, procedeu-se uma divisão das variáveis explicativas em fatores de ordem financeira, fatores relacionados à estrutura de propriedade e fatores de ordem operacional, além das variáveis de controle.

4.1.2.1 Fatores de Ordem Financeira

As medidas escolhidas para verificar os determinantes financeiros procuraram abranger os principais aspectos relacionados a questões financeiras nas organizações: a decisão de investimento, a decisão de financiamento, a gestão da liquidez e o nível de risco.

¹⁹ CNAE 2.0: Documento desenvolvido pela Comissão Nacional de Classificação – CONCLA, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, que regulamenta e classifica as atividades econômicas desenvolvidas pelas empresas em todo o território nacional.

²⁰ Pelas classificações de 4 e 5 dígitos do CNAE 2.0 é possível estabelecer os segmentos operacionais os quais as empresas operam negócios e reportam suas vendas. Conforme a definição prévia de grupo empresarial deste trabalho, um grupo empresarial com diversificação relacionada atua exclusivamente em uma única indústria pela classificação de 2 dígitos, porém conduz negócios em diferentes segmentos industriais dentro da mesma indústria, a partir das classificações de 4 ou 5 dígitos conforme o CNAE 2.0. O organograma do grupo empresarial Localiza, apresentado no anexo 2, evidencia essa situação.

4.1.2.1.1 Lucratividade

A variável Lucratividade foi utilizada para capturar a liquidez do grupo como fator determinante da direção da diversificação. Seguindo Staglianò et al. (2014), a lucratividade foi calculada pela razão entre os lucros antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações²¹ e o ativo total.

4.1.2.1.2 Endividamento

A variável Endividamento foi utilizada como fator determinante que estabelece a capacidade do grupo em levantar recursos de terceiros para empreender a estratégia de diversificação. Grupos empresariais com maior endividamento são aqueles com maior acesso ao capital externo oriundo de terceiros. Seguindo Staglianò et al. (2014), o endividamento foi calculado pela razão entre os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos e o ativo total.

4.1.2.1.3 Dispêndio de Capital

O Dispêndio de Capital (*capex*²²) foi a variável escolhida para capturar os investimentos em ativos de natureza fixa como possível determinante da direção da diversificação. Seguindo Majumdar e Sem (2006), o *capex* foi mensurado pela razão entre os dispêndios de capital²³ e a receita operacional de vendas.

4.1.2.1.4 Risco

A variável Risco foi definida como medida para verificar se a volatilidade dos negócios do grupo é um fator determinante da direção da estratégia de diversificação. Adaptado de Martínez Campillo e Fernández Gago (2009)²⁴, o risco foi

²¹ Essa expressão é conhecida na literatura de finanças pela sigla EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*).

²² *Capital Expenditures*.

²³ Os dados relativos ao *capex* foram coletados diretamente da base de dados da Economática. A Economática é uma base de dados que contém informações econômico-financeiras e de mercado de companhias abertas brasileiras e internacionais negociadas nos seus respectivos mercados de capitais. O banco de dados apura a variável da seguinte forma: $Capex = -1 \times$ a compra líquida de ativo permanente (AP); se compra líquida de AP = 0, então $Capex =$ aplicação no AP - venda de ativos fixos.

²⁴ Estes autores calcularam o risco pela variância do ROA. Entretanto, consideraram em sua pesquisa somente 1 período de análise, assumindo que o risco anterior retrataria todo o período futuro.

operacionalizado pelo desvio-padrão dos retornos anuais do retorno sobre os ativos – ROA a cada triênio²⁵.

4.1.2.2 Estrutura de Propriedade

A literatura sobre governança corporativa apresenta diversas perspectivas acerca da forma como as companhias se organizam e são administradas. Entretanto, para o propósito da pesquisa, entendeu-se como apropriado focar os aspectos relativos à estrutura de propriedade dos grupos empresariais, partindo do pressuposto que as decisões estratégicas estão diretamente associadas a forma como esses grupos estão organizados enquanto propriedade e controle.

4.1.2.2.1 Controle Acionário

A primeira medida para apurar a estrutura de propriedade foi a variável de controle acionário. Espera-se que existam diferenças na escolha da direção da diversificação dos grupos empresariais dependendo da forma como é estabelecida a propriedade e o controle.

Adaptado de Amihud e Lev (1981) e Martínez Campillo e Fernández Gago (2009), o controle acionário foi apurado por meio de uma variável dummy, indicando o tipo de controle do grupo empresarial *i*: Definido1 significa que o grupo é controlado por um único acionista detentor de, ao menos, 50% + 1 das ações com direito a voto; Definido2 significa que o grupo é controlado por dois ou mais acionistas compartilhando o controle e, Disperso significa que o grupo tem controle acionário disperso. Então: Definido1, Definido2 = 0, se o controle do grupo empresarial é disperso²⁶; Definido1 = 1 para os grupos empresariais onde há somente 1 acionista controlador com pelo menos 50% + 1 das ações com direito a voto, e Definido2 = 1

²⁵ Exemplo: O risco apurado para o ano de 2009 significa o desvio-padrão dos retornos do ROA entre 2007 e 2009; o risco de 2010 significa o desvio-padrão dos retornos do ROA entre 2008 e 2010, e assim sucessivamente até 2014. Entende-se que a apuração da volatilidade dos retornos dos negócios do grupo para um período de 3 anos capture de maneira mais adequada o real risco do negócio, relativamente ao valor de somente 1 período, uma vez que, para determinado ano, questões não recorrentes podem afetar os retornos dos negócios do grupo e não capturar o efetivo risco do negócio.

²⁶ O controle disperso foi considerado o “Grupo de Referência” para a construção da variável dummy.

para os grupos empresariais onde 2 ou mais acionistas compartilham o controle acionário do grupo²⁷.

Para identificar a estrutura de propriedade dos grupos empresariais, foi utilizada a sistemática desenvolvida por Procianny e Schnorrenberger (2004). Identificou-se a participação percentual cumulativa das ações com direito a voto dos 5 maiores acionistas, iniciando por VT-1 (participação percentual cumulativa do maior acionista nas ações com direito a voto) até VT-12345 (participação percentual cumulativa dos cinco maiores acionistas nas ações com direito a voto).

Esse procedimento possibilitou identificar os grupos onde somente 1 acionista controla o grupo empresarial com, ao menos, 50% + 1 das ações ON com direito a voto (nos casos em que essa situação já ocorre em VT-1), ou se há um bloco de controle compartilhado, onde 2 ou mais acionistas controlam o grupo com a maioria absoluta das ações ON com direito a voto (nos casos em que essa situação ocorre em VT-1, VT-12, VT-123, VT-1234 ou VT-12345)²⁸. Para a classificação do grupo empresarial como Definido1, Definido2 ou Disperso, foi utilizada a posição acionária do ano de 2009²⁹, embora a estrutura acionária tenha sido apurada para os seis anos. Comparou-se a posição ano-a-ano, até a última posição de 2014. Assim como observaram La Porta et al. (1999, p. 475): “Como a estrutura de propriedade tende a ser relativamente estável, o fato de os dados não virem todos de um mesmo ano, a priori, não seria um grande problema”. Como durante a coleta de dados praticamente não se observou uma variação significativa no controle acionário dos grupos empresariais ao longo dos anos, o que justificaria uma mudança de critério para a

²⁷ Na Lei N° 10.303/2001, que altera e acrescenta dispositivos nas Leis N° 6.404/76, das Sociedades por Ações, e N° 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, o artigo 15, parágrafo 2º, da seção III da Lei N° 6.404/76, que trata da espécie e classe das ações, apresenta a forma como uma companhia aberta pode ser controlada. O texto do referido artigo passou a vigorar com a seguinte redação: “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.” Dessa maneira, para controlar a companhia, os acionistas devem possuir ao menos 50% + 1 ação ordinária com direito a voto.

²⁸ Importante ressaltar que, para alguns casos onde 2 ou mais acionistas compartilham o controle do grupo, a participação cumulativa absoluta das ações com direito a voto, somadas, não foram iguais ou superiores a 50% + 1, o que seria o critério, segundo a Lei N° 10.303/2001, para o controle de uma companhia. Entretanto, existe a possibilidade da formação de bloco de controle nas companhias com menos de 50% das ações ON com direito a voto (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). Nos casos onde houve essa situação, foram pesquisados os “Formulários de Referência - FR” – seção 8 – Descrição do Grupo Econômico, para a comprovação da existência desse bloco de controle compartilhado. Identificada essa situação, os grupos foram classificados como Definido2.

²⁹ Os dados sobre a composição acionária foram coletados da base de dados da Econômica.

classificação entre as três categorias, assumiu-se como constante ao longo do tempo a estrutura acionária de cada grupo reportada para o ano de 2009³⁰.

4.1.2.2.2 Controle Familiar

A outra medida para avaliar a estrutura de propriedade foi a *proxy* para controle familiar. Em conformidade com La Porta et al. (1999), a variável Controle Familiar foi operacionalizada por meio de uma dummy, com valor igual a 1 se o acionista controlador do grupo empresarial é uma família ou uma pessoa física, e zero caso contrário.

4.1.2.3 Fatores de Ordem Operacional

O terceiro conjunto de fatores escolhidos para operacionalizar os determinantes da direção de diversificação dos grupos empresariais foram os fatores de ordem operacional. Baseado na estrutura de ativos, físicos e intangíveis, o *mainstream* da literatura de administração estratégica argumenta que a composição dos ativos influencia a direção da diversificação.

4.1.2.3.1 Ativos Físicos

Segundo os pressupostos da teoria dos custos de transação, os ativos físicos, dada sua especificidade, exercem uma influência relevante na determinação da estratégia de diversificação. A variável Ativo Físico foi operacionalizada pela razão entre o ativo imobilizado e o ativo total.

³⁰ Outro aspecto que deve ser destacado é que algumas particularidades dos estudos sobre estrutura de propriedade não foram consideradas, pois se entendeu que não seriam determinantes para o propósito do trabalho. Seguindo Procianny e Schnorrenberger (2004), não foram levados em consideração os acordos de acionistas, pois esses casos são de difícil obtenção. Tampouco se fez a categorização do tipo de controlador (institucional, fundos de pensão, bancos, entre outros), como procederam Ramaswamy et al. (2004) e La Porta et al. (1999), uma vez que o objetivo não foi aprofundar como os diferentes tipos de controladores decidem sobre a forma de diversificação, mas tão somente como a característica da propriedade (Definido1, Definido2 ou Disperso) influencia a direção da diversificação.

4.1.2.3.2 Ativos Intangíveis

A variável Intangível foi escolhida para capturar a relevância dos ativos intangíveis na determinação da direção da diversificação dos grupos empresariais. A variável Intangível foi mensurada pela razão entre o ativo intangível e o ativo total³¹.

4.1.2.4 Variáveis de Controle

Embora fatores de ordem financeira, de estrutura de propriedade e operacionais tenham sido definidos como potenciais determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil, existem outros fatores que também podem ser estabelecidos. Para controlar os modelos propostos, foram escolhidas as variáveis Tamanho e Oportunidades de Crescimento, tipicamente utilizadas em estudos dessa natureza.

4.1.2.4.1 Tamanho

Mesmo que o trabalho esteja focado na análise de grandes grupos empresariais, existem diferenças de tamanho entre eles. Por esse motivo, controlar por tamanho se fez necessário, uma vez que pode sinalizar diferenças de comportamento sobre a direção da diversificação. Além disso, estudos dessa natureza geralmente utilizam essa variável para controlar os testes estatísticos. A variável Tamanho foi mensurada pelo logaritmo natural da receita líquida de vendas. Os pressupostos teóricos sugerem que deva haver uma relação positiva entre Tamanho e ambas as direções da diversificação.

4.1.2.4.2 Oportunidades de Crescimento

Grupos empresariais com capacidade de crescimento nos atuais mercados não teriam, a priori, motivações para se diversificar fora do negócio central e utilizariam

³¹ O ativo intangível foi coletado diretamente da base de dados da Económica. Nessa base, o ativo intangível é o “intangível líquido”, calculado da seguinte forma: soma dos ativos intangíveis (contratos de concessão + outros) e do *goodwill*. De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999), entre um conjunto de ativos intangíveis estão: nomes de produtos, licenças, propaganda e promoção, pesquisa de marketing, custos com pesquisa e desenvolvimento, custos com treinamento, marcas de comércio, marcas de produtos, direitos de operação, patentes, *goodwill*, entre outros. Especificamente sobre o *goodwill*, entre as possíveis compreensões dessa conta, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 392) pontuam: “O *goodwill* é o mais importante ativo intangível na maioria das empresas...acredita-se frequentemente que o *goodwill* resulta de relações vantajosas, boas relações com funcionários e atitudes favoráveis de clientes. Essas atitudes favoráveis podem ser devidas a localização vantajosa, nome e reputação excelentes, privilégios monopolísticos, boa gestão, e outros fatores”. Portanto, com base na apuração dessa conta pela base de dados da Económica, presume-se que alguns dos elementos acima estejam contidos nos respectivos valores da conta “intangível líquido”.

suas capacidades internas para continuar crescendo dentro do mesmo mercado. Por outro lado, grupos que atingiram a capacidade máxima de participação nos atuais mercados, ou que esgotaram a capacidade de utilização de recursos internos para crescimento dentro da mesma indústria poderiam buscar novas oportunidades em mercados distintos dos atuais. Nesse sentido, controlar por oportunidades de crescimento se fez necessário. Seguindo Staglianò et al. (2014), a variável Oportunidades de Crescimento foi operacionalizada pela mudança anual nas vendas líquidas do grupo empresarial. Os pressupostos teóricos sugerem que deva haver uma relação positiva entre Oportunidades de Crescimento e ambas as direções da diversificação.

Com base nos argumentos apresentados nessa seção para as relações entre a variável dependente e os potenciais fatores determinantes da direção da diversificação, o quadro 4 a seguir resume as relações esperadas para os fatores determinantes com base na diversificação não-relacionada³²:

Quadro 4: Relações Esperadas das Variáveis Independentes com a Variável Dependente para a Diversificação Não-Relacionada

Variáveis	Sinal Esperado	Pressuposto Teórico
Lucro	indefinido	TA e TCT
Endiv	indefinido	TA e TCT
Capex	indefinido	TA e TCT
Risco	+	TA
Definido1	-	TA
Família	-	TA
Definido2	+	TA
At_físico	-	TCT
Intangível	indefinido	TCT
Tam	+	TA e TCT
Crescto	+	TA e TCT

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na sequência, é apresentada a definição da amostra e a coleta de dados para a realização da estratégia empírica.

³² Conforme os argumentos apresentados nas hipóteses de pesquisa estabelecidas no capítulo 3, para os casos em que se espera uma relação *a priori* entre as variáveis independentes e a variável dependente, no caso da diversificação relacionada, o sinal esperado deve apresentar uma direção oposta ao da diversificação não-relacionada.

4.1.3 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

O ponto de partida para a definição da amostra foi a lista dos 200 maiores grupos empresariais brasileiros integrantes das edições de 2009 a 2014³³ da publicação do anuário Valor Grandes Grupos. Conforme apresentado no capítulo 2, não existe um conceito único estabelecido para definir grupo empresarial no Brasil. Nesse sentido, entendeu-se que a classificação de *Grupo* proposta no anuário Valor Grandes Grupos, previamente utilizada em trabalhos como os de Aldrighi e Postali (2010) e de Costa et al. (2013) atenderia o conceito de grupo empresarial definido no trabalho.

Os dados foram coletados em diferentes fontes: (1) Para identificar a direção da diversificação dos grupos empresariais, as informações sobre as indústrias as quais os grupos pertencem foram coletadas nos formulários de referência (FR), nas demonstrações financeiras (DF), nos relatórios de administração (RA), no sítio eletrônico dos grupos empresariais e no sítio eletrônico da BM&F Bovespa; (2) dados relativos às variáveis financeiras, operacionais e de controle foram coletados na base de dados da Economática e nas DF's dos grupos; e (3) dados sobre a estrutura de propriedade foram coletados na Economática, no sítio eletrônico dos grupos empresariais e no sítio eletrônico da BM&F Bovespa.

O primeiro passo para a definição da amostra consistiu na identificação dos 200 maiores grupos empresariais do país, ano-a-ano, de 2009 a 2014, segundo o ranking do anuário Valor Grandes Grupos. Nesse momento, seguindo Jiraporn et al. (2006) e Singh et al. (2004), foram excluídos os grupos integrantes da indústria de finanças (códigos 64-66 do CNAE 2.0), que pelas particularidades de suas informações financeiras usualmente não são estudados nesse tipo de pesquisa, e os grupos pertencentes ao setor de eletricidade, gás e outras utilidades (código 35 do CNAE 2.0), porque essa indústria sofre um alto nível de regulação por parte do governo, o que interfere na decisão estratégica de diversificação.

³³ A publicação do anuário Valor Grandes Grupos teve início em 2005. De maneira geral, a escolha do horizonte temporal foi estabelecida aleatoriamente. Contudo, considerou-se para a escolha dos anos 2009 a 2014: (a) período pós-crise econômica mundial ocorrida no mercado financeiro norte-americano; (b) entrada dos padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*) no Brasil, que foi necessário para a categorização dos segmentos de negócios dos grupos empresariais com diversificação relacionada, bem como para a operacionalização da variável dependente contínua utilizada nas análises adicionais desse estudo; e (c) a maior estabilidade nas estruturas societárias dos grupos empresariais que compuseram a amostra nesse período.

Na sequência, foram excluídos os grupos empresariais onde a empresa *holding* não era uma companhia aberta. Esse procedimento se fez necessário porque os dados de grupos empresariais com capital fechado são de difícil obtenção, o que inviabilizaria a realização da estratégia empírica proposta³⁴. A partir desse momento, adotou-se o procedimento estabelecido por Costa et al. (2013), que identificaram os grupos onde a empresa *holding* era uma companhia aberta e suas informações consolidadas refletiam a situação do grupo como um todo. Para atendimento desse critério, os autores cruzaram as informações referentes a receita operacional de vendas consolidada do grupo, divulgadas em suas DF's, com a receita operacional de vendas da companhia aberta (empresa *holding*) contida na base de dados da Económica. Caso a receita do grupo, declarada em suas DF's, representasse a receita contida na base de dados da Económica, então Costa et al. (2013) consideraram que as informações da companhia aberta refletiam o grupo empresarial como um todo. Esse mesmo procedimento foi adotado e resultou em 77 grupos empresariais³⁵.

A seguir, partiu-se para a classificação da direção da diversificação de cada grupo empresarial, de acordo com a classificação de 2 dígitos do CNAE 2.0, de modo a permitir a operacionalização da variável dependente, conforme apresentado na seção 4.1.1. Nessa etapa, foi excluído 1 grupo com dados insuficientes e 3 grupos que mudaram a direção da diversificação durante o período³⁶. Tal procedimento resultou em 73 grupos empresariais, dos quais 43 foram classificados como grupos com diversificação não-relacionada e 30 com diversificação relacionada. Dos 73

³⁴ O ranking do anuário é composto tanto por companhias abertas, quanto por companhias de capital fechado.

³⁵ Se o grupo empresarial figurou no *ranking* em, pelo menos, 1 ano entre 2009 e 2014, este foi mantido na base. Tal procedimento foi adotado para evitar o “viés de sucesso” do grupo, uma vez que manter somente os grupos que estiveram no *ranking* em todos os 6 anos reduziria a amostra e traria um viés mais acentuado.

³⁶ Decidiu-se excluir os grupos que mudaram a estratégia de diversificação porque o foco do trabalho não esteve nesse tipo de investigação. A mudança de estratégia de diversificação ao longo do tempo significa outra corrente de investigação dentro desse campo de pesquisa (ver Ramanujam e Varadarajan (1989) e Hoskisson et al. (2005) para maiores detalhes).

grupos, 22³⁷ deles apresentaram problemas na qualidade dos dados coletados e foram igualmente excluídos.

A amostra final foi composta por 51 grupos empresariais, sendo 34 com diversificação não-relacionada e 17 com diversificação relacionada. Os apêndices 1³⁸ e 2 apresentam a lista dos grupos empresariais, com suas classificações, e a posição de cada grupo no ranking do anuário Valor Grandes Grupos, respectivamente.

4.1.4 PROCEDIMENTOS ECONÔMÉTRICOS

4.1.4.1 Modelo de Regressão Probit

Em modelos de resposta binária a variável a ser explicada, Y , é uma variável aleatória que assume os valores zero e um, indicando a ocorrência, ou não, de um determinado evento. (WOOLDRIDGE, 2010). Para esse tipo de modelo, o principal interesse está na probabilidade da resposta. O modelo probit é uma das técnicas econométricas adequadas para lidar com as situações em que a variável dependente é binária e o objetivo está na identificação da probabilidade da sua ocorrência.

No modelo de regressão probit, a estimação de inferência dos coeficientes para as variáveis explanatórias pode ser feita por meio da estimação de mínimos quadrados não-lineares, que é “um método geral para estimar coeficientes desconhecidos de uma função de regressão quando esses coeficientes entram na função de regressão da população de forma não-linear”. (STOCK e WATSON, 2004, p. 211).

Entretanto, Stock e Watson (2004) afirmam que nesse tipo de modelo, mesmo que o estimador de mínimos quadrados não-lineares compartilhe duas das principais propriedades do estimador de mínimos quadrados ordinários (MQO) da regressão

³⁷ Além dos 21 grupos excluídos por problemas na qualidade dos dados coletados, optou-se por retirar da amostra o grupo empresarial Petrobrás em função das distorções que as suas informações causaram nos resultados. Outrossim, decidiu-se excluir a Petrobrás da amostra por causa das investigações que vêm sendo realizadas pela Polícia Federal do Brasil sobre o grupo nos últimos 2 anos, evidenciando uma situação séria de desvios de recursos que, potencialmente, podem ter gerado reflexos nas suas demonstrações financeiras, alterando a real situação econômico-financeira do grupo no período de análise do trabalho. Importante salientar que o grupo empresarial Petrobrás figurou na 1ª posição como maior grupo empresarial do país em todos os anos pela classificação do ranking do anuário Valor Grandes Grupos.

³⁸ Por questão de espaço, para os grupos com diversificação não-relacionada, o apêndice 1 apresenta a lista somente da principal indústria que o grupo atua. A lista completa, com todas as indústrias em que cada grupo com diversificação não-relacionada atua é de posse do autor e pode ser disponibilizada ao leitor mediante solicitação.

linear (é consistente e normalmente distribuído para amostras grandes), certos estimadores possuem uma variância menor do que o estimador de mínimos quadrados não-lineares, tornando o estimador ineficiente. Para lidar com essa situação, os parâmetros dos coeficientes são estimados por máxima verossimilhança.

Conforme explicam Stock e Watson (2004) e Greene (2012), o objetivo da estimação dos coeficientes por máxima verossimilhança é conseguir que o estimador de máxima verossimilhança (EMV) obtenha os valores dos coeficientes desconhecidos de modo que a probabilidade da variável dependente observada seja a mais alta possível.

Como o EMV escolhe os coeficientes desconhecidos para maximizar a função de verossimilhança, que por sua vez é a distribuição de probabilidade conjunta, temos que ele escolhe os valores dos parâmetros para maximizar a probabilidade de selecionar os dados efetivamente observados. Nesse sentido, os EMV's são os valores dos parâmetros "mais prováveis" de terem produzido os dados. (STOCK e WATSON, 2004, p. 212).

O modelo probit pode ser aplicado tanto em estudos que envolvem dados de corte transversal ou de série temporal, quanto em estudos que utilizam a técnica de dados em painel. Segundo Wooldridge (2010), o modelo probit para dados em painel possibilita que as regressões sejam estimadas tanto para estimadores de dados empilhados (***pooled probit model***), quanto por efeitos aleatórios (***random effects probit model***)³⁹.

De acordo com Wooldridge (2010), para os modelos onde a solução está em modelar a probabilidade de que y_{it} , faz-se necessário adotar uma formulação não-linear que obrigue os valores previstos a se situarem entre zero e um. Assim, as funções de distribuição de probabilidade acumulada (FDA) são utilizadas, pois produzem as probabilidades entre zero e um. O modelo probit utiliza a função de distribuição de probabilidade acumulada normal padrão.

Wooldridge (2010) apresenta o modelo de regressão ***pooled probit*** para múltiplos regressores a partir da seguinte expressão:

³⁹ Aplicações avançadas do modelo probit para dados em painel são apresentadas por Wooldridge (2010), como por exemplo: modelo probit de média populacional – *population-averaged probit model*. Contudo, para o propósito do trabalho, a aplicação das técnicas de dados empilhados e de efeitos aleatórios, na sua essência, foram consideradas as técnicas apropriadas.

$$\begin{aligned}
y_{it}^* &= \mathbf{x}_{it}\boldsymbol{\theta}_0 + e_{it} \\
y_{it} &= 1[y_{it}^* > 0] \\
e_{it}|\mathbf{x}_{it} &\sim \text{Normal}(0,1)
\end{aligned} \tag{4.1.1}$$

Segundo Wooldridge (2010), o vetor \mathbf{x}_{it} contém variáveis \mathbf{z}_{it} que podem ser defasadas ou não, ou mesmo defasagens de y_{it} (mas não de y_{it}^*). A respeito das suposições do modelo 4.1.1, tem-se que para t , $P(y_{it} = 1|\mathbf{x}_{it}) = \Phi(\mathbf{x}_{it}\boldsymbol{\theta}_0)$, e a densidade de y_{it} dado $\mathbf{x}_{it} = \mathbf{x}_t$ é $f(y_t|\mathbf{x}_t) = [\Phi(\mathbf{x}_t\boldsymbol{\theta}_0)]^{y_t}[1 - \Phi(\mathbf{x}_t\boldsymbol{\theta}_0)]^{1-y_t}$. A função logarítmica parcial de verossimilhança é dada por:

$$l_i(\boldsymbol{\theta}) = \sum_{t=1}^T \{y_t \log \Phi(\mathbf{x}_{it}\boldsymbol{\theta}_0) + (1 - y_{it}) \log [1 - \Phi(\mathbf{x}_{it}\boldsymbol{\theta}_0)]\} , \tag{4.1.2}$$

e a função parcial de máxima-verossimilhança, neste caso, que nada mais é do que a maximização da função $l_i(\boldsymbol{\theta})$ somada entre todos os i , é o estimador **pooled probit**.

O estimador **pooled probit** ($\hat{\boldsymbol{\theta}}$) tem características interessantes como ser consistente e ser assintoticamente normal. Tal fato se deve ao uso da função parcial de máxima-verossimilhança, conforme apresentado por Wooldridge (2010), mesmo que os termos de erro e_{it} sejam serialmente correlacionados.

Greene (2012) explica que a principal característica do modelo de dados empilhados (*pooled*) é que ele combina todas as observações de corte transversal e de série temporal para os dados disponíveis. O pressuposto do modelo é que não haja correlação entre as variáveis explanatórias e o termo de erro, ou seja, o termo de erro é independente e igualmente distribuído, com média zero e variância constante ($e_{it} \sim iid(0,1)$). Caso os efeitos não observados (heterogeneidade) contidos no termo de erro estejam correlacionados com uma ou mais variáveis explanatórias do modelo, então o modelo de dados empilhados se tornará inconsistente e ineficiente.

O modelo de efeitos aleatórios assume que os efeitos exógenos ao modelo de regressão são não correlacionados com as variáveis explanatórias. Conforme Greene (2012), o modelo de efeitos aleatórios considera que as diferenças individuais (heterogeneidade não observada) das unidades de corte transversal (entidades) se refletem no termo de erro ε_i . Entretanto, a estimação desse modelo pressupõe a existência de um termo de erro composto w_{it} , que consiste na combinação do termo de erro específico dos componentes aleatórios do corte transversal ε_i e do termo de erro idiossincrático u_{it} , ou seja, é o erro combinado do corte transversal e da série

temporal, que varia para as entidades e para o período de tempo. A principal hipótese é que os componentes do ε_i não estejam correlacionados entre si, nem com w_{it} . Outrossim, que w_{it} não esteja correlacionado com as variáveis explanatórias do modelo. Caso contrário, o modelo de efeitos aleatórios se tornará inconsistente.

Portanto, Greene (2012) explica que o modelo de efeitos aleatórios pressupõe que $E(w_{it}) = 0$ e que a variância do termo de erro composto $var(w_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_u^2$. Contudo, caso a variância do termo de erro específico dos componentes aleatórios do corte transversal σ_ε^2 seja igual a zero, então não existe diferença entre os modelos de regressão por dados empilhados e por efeitos aleatórios, podendo as regressões serem estimadas utilizando o modelo de dados empilhados.

Entretanto, mesmo que a estimação por dados empilhados seja o verdadeiro modelo a ser utilizado, o mesmo deve ter os erros padrão corrigidos para dados em painel. Contudo, mesmo que o modelo de dados empilhados seja o mais adequado para determinada especificação, o modelo de efeitos aleatórios não deixará de ser consistente, atendidos os seus pressupostos. (GREENE, 2012).

Em resumo, o modelo probit é um modelo de regressão não-linear utilizado quando a variável dependente é binária e seu objetivo é capturar a probabilidade de resposta a um determinado evento. Esse modelo utiliza a função de distribuição acumulada normal padrão e os coeficientes são estimados por máxima verossimilhança. Duas das alternativas de utilização do modelo probit para dados em painel são a estimação de regressões para dados empilhados e para efeitos aleatórios.

Na próxima seção é apresentado o modelo de regressão probit para painel utilizado nos testes que operacionalizaram a estratégia empírica.

4.1.4.2 Testes Empíricos para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação

Os testes empíricos foram realizados utilizando o modelo probit para dados em painel desbalanceado para estimadores de dados empilhados⁴⁰. Conforme Stock e Watson (2004), um painel é dito como sendo balanceado quando existe o mesmo

⁴⁰ A escolha do modelo de estimadores de dados empilhados ocorreu após a realização do teste de Hausman (apresentado no capítulo 5, seção 5.2.1).

número de observações para cada unidade de corte transversal a cada período de tempo; caso contrário, o painel é chamado de desbalanceado.

Para empreender a estratégia empírica, o modelo genérico a seguir foi desenvolvido para capturar as influências dos determinantes de ordem financeira, operacional e de estrutura de propriedade sobre a direção da diversificação:

$$Diversificação_{it} = f(Fin_{it-1}; Est.Prop_{it}; Operac_{it-1}; Contr_{it-1}) \quad (4.1.3)$$

Portanto, a probabilidade da direção da diversificação do grupo empresarial i no período t é uma função do seu conjunto de fatores financeiros e operacionais no período anterior ($t-1$), e da sua estrutura de propriedade no período t . Desdobrando o modelo:

$$Diversificação_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it-1} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it-1} + \beta_4 X_{4it-1} + u_{it}, \quad (4.1.4)$$

onde $Diversificação_{it}$ significa a direção da diversificação do grupo i no período t , mensurada pela variável dummy apresentada anteriormente, X_{1it-1} é o vetor para os fatores de ordem financeira, X_{2it} é o vetor para os elementos da estrutura de propriedade, X_{3it-1} é o vetor para os fatores operacionais, X_{4it-1} é o vetor para as variáveis de controle e u_{it} é o termo de erro do modelo.

O próximo capítulo apresenta os resultados obtidos com a realização da estratégia empírica e faz as discussões desses resultados à luz dos fundamentos teóricos apresentados ao longo do trabalho.

5 RESULTADOS E DISCUSSÕES

5.1.1 Estatísticas Descritivas

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas⁴¹ para as informações relacionadas a variável dependente, para as variáveis independentes e para as variáveis de controle dos modelos aplicados à estratégia empírica.

Os grupos empresariais integrantes da amostra estão presentes, na média, em duas indústrias distintas, e o número máximo de diferentes indústrias as quais determinados grupos operam seus negócios é igual a sete. Entre o conjunto de grupos empresariais, 66% foram identificados como grupos que empreenderam a estratégia de diversificação não-relacionada. Essas informações sinalizam para uma predominância da estratégia de diversificação em direção a negócios não relacionados por parte dos grupos empresariais brasileiros.

Tabela 1: Estatísticas Descritivas

	Observações	Média	DP	Mínimo	Máximo
Cont_Ind	305	2,19	1,21	1	7
Dummy_NR	305	0,66	0,47	0	1
Lucro	304	0,13	0,08	-0,04	0,55
Endiv	304	0,32	0,17	0,01	0,89
Capex	292	0,15	0,18	-0,15	1,16
Risco	245	3,01	10,03	0,02	68,49
Definido1	305	0,52	0,50	0	1
Família	305	0,48	0,50	0	1
Definido2	305	0,27	0,44	0	1
At_físico	304	0,28	0,19	0,00	0,82
Intangível	285	0,13	0,18	0,00	0,80
Tam	304	15,47	1,27	12,89	18,70
Crescto	302	0,14	0,34	-0,38	3,52

Fonte: Elaborado pelo autor.

Partindo para uma primeira interpretação dos fatores relacionados a estrutura de propriedade, verifica-se que 52% dos grupos possuem controle acionário definido nas mãos de somente 1 acionista majoritário com, pelos menos, 50% + 1 dos direitos de controle sobre o grupo empresarial (Definido1). Dos demais grupos, 27% têm controle acionário definido formado por um bloco de controle compartilhado

⁴¹ Mesmo que tenha sido identificada a presença de dados extremos (*outliers*) na amostra, o pesquisador optou por não os retirar. A principal justificativa foi para preservar a essência dos dados, mas também se levou em consideração o tamanho reduzido da amostra e do número de observações, o que restringiria os procedimentos econométricos. A conclusão do pesquisador foi que a não retirada dos *outliers* não prejudicaria o propósito do estudo.

(Definido²) e 21% dos grupos empresariais possuem controle acionário disperso. Ainda, 48% são grupos empresariais com controle familiar.

As estatísticas descritivas corroboram com os argumentos de que no Brasil a maioria das companhias é de origem familiar e conduzida por um único acionista majoritário no comando do grupo. Nota-se que, mesmo havendo um predomínio da estratégia de diversificação em direção a negócios não-relacionados, na média, aproximadamente a metade dos maiores grupos empresariais brasileiros que integraram este estudo estão nas mãos de um único acionista controlador e são formados por famílias, que estão na gestão e conduzem a administração dos negócios do grupo.

Em relação aos fatores de ordem financeira, a lucratividade média dos grupos no período foi de 13% e o endividamento médio 32%. O dispêndio de capital médio foi de 15% e a volatilidade média dos retornos dos grupos, que significa o risco do negócio, foi 3,01. Entre os fatores financeiros, destaca-se a grande variabilidade ocorrida nos retornos sobre os ativos dos grupos, uma vez que o desvio-padrão para a variável risco se mostrou bastante elevado (10,03). Contudo, não surpreende essa variação elevada, uma vez que houve uma grande variabilidade nos lucros anuais dos grupos empresariais ao longo do período de análise, o que impacta diretamente na volatilidade dos retornos sobre os seus ativos. A partir dessa constatação para a variável risco, uma das possíveis interpretações para a predominância da estratégia de diversificação não-relacionada seria a diminuição do risco por meio da diversificação de negócios do grupo.

Sobre o terceiro conjunto de fatores, os determinantes de ordem operacional, os ativos físicos apresentaram uma média de 28% e os ativos intangíveis tiveram valor médio de 13% no período. Os resultados das estatísticas descritivas para esse conjunto de fatores restringem maiores interpretações nessa etapa preliminar de análise dos resultados.

No que diz respeito às variáveis de controle, é possível perceber a heterogeneidade dos grupos empresariais integrantes do estudo, mesmo que esses grupos sejam classificados como os maiores grupos empresariais do país. A amplitude para a variável tamanho (mínimo 12,89 e máximo 18,70), com desvio-padrão de 1,27, mostra que existem diferenças importantes de tamanho entre os grupos empresariais. Não obstante, o mesmo raciocínio é válido para a variável

oportunidades de crescimento, mostrando que houve grupos que tiveram redução nas oportunidades de crescimento no período (mínimo -0,38), porém outros que triplicaram suas oportunidades de crescimento no mesmo período, a partir da variação identificada para os valores de máximo (3,52).

Alguns elementos adicionais para complementar a análise preliminar das estatísticas descritivas podem ser extraídos a partir da tabela 2 contida na seção 5.1.2, que apresenta a matriz de correlação entre os pares de variáveis escolhidas para a investigação empírica.

Entre os fatores de ordem financeira, a lucratividade apresenta uma correlação negativa e estatisticamente significativa com a variável dependente (-0,25). Para a variável endividamento, a correlação é positiva e significativa (0,29). No que tange a variável risco, a correlação também se mostra positiva e estatisticamente significativa, com valor de 0,11.

Para os fatores de estrutura de propriedade, a variável Definido1 apresenta uma correlação negativa e significativa com a variável dependente (-0,25). Por outro lado, a variável Definido2 apresenta uma correlação positiva e significativa de 0,25. Para a variável de controle familiar, a correlação é positiva e significativa (0,10).

Por fim, os fatores de ordem operacional apresentam as seguintes correlações com a variável dependente: Para a variável Intangível, existe uma correlação negativa e estatisticamente significativa (-0,23), ao passo que, para os ativos físicos, a correlação observada é positiva e significativa (0,17) com a diversificação.

As informações obtidas a partir das estatísticas descritivas e das correlações entre as variáveis independentes e de controle com a variável dependente apresentam indícios a respeito da influência de diferentes fatores sobre a direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil. As próximas seções aprofundam a investigação empírica, trazendo os testes econométricos aplicados aos modelos e os principais resultados obtidos.

5.1.2 Multicolinearidade e Matriz de Correlação

As variáveis independentes em uma regressão múltipla geralmente estão correlacionadas. (ANDERSON, SWEENEY e WILLIAMS, 2011). Nesse sentido, o problema da multicolinearidade é uma questão de grau e não se ela existe ou não.

Para Gujarati e Porter (2008), não existe um método único para detectar o problema de multicolinearidade, uma vez que ela é resultado de um fenômeno amostral que decorre da quantidade de dados não experimentais coletados, principalmente, em ciências sociais.

A multicolinearidade pode se tornar um problema que afeta os resultados de um estudo caso os regressores de um modelo de regressão estejam altamente correlacionados.

Para Gujarati e Porter (2008), algumas maneiras de detectar os diferentes graus de multicolinearidade existentes entre as variáveis de um modelo de regressão podem ser: (a) A identificação de R^2 alto com poucas razões t significativas; (b) o exame de correlações parciais; (c) regressões auxiliares; (d) tolerância e fator de inflação da variância; (e) diagrama de dispersão, entre outros. Outra regra geralmente adotada em estudos dessa natureza é a verificação de altas correlações entre pares de regressores. Se o coeficiente de correlação entre dois regressores é alto, acima de 0,80, Gujarati e Porter (2008) afirmam que a multicolinearidade pode se tornar um problema sério para a pesquisa em questão. Anderson et al. (2011) corroboram com essa ideia e salientam que a multicolinearidade se torna um problema potencial se o valor absoluto do coeficiente de correlação for acima de 0,70 para qualquer par de regressores do modelo. A tabela 2 a seguir apresenta a matriz de correlação para as variáveis dependente e independentes e para as variáveis de controle dos modelos de regressão:

Tabela 2: Matriz de Correlação para as Variáveis dos Modelos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1 Dummy_NR	1,00											
2 Lucro	-0,25***	1,00										
3 Endiv	0,29***	-0,16***	1,00									
4 Capex	0,05	0,02	0,10*	1,00								
5 Risco	0,11*	-0,22***	0,09	-0,08	1,00							
6 Definido1	-0,25***	0,10*	0,10*	0,05	0,10*	1,00						
7 Família	0,10*	-0,23***	0,18***	-0,11*	0,10*	0,13**	1,00					
8 Definido2	0,25***	-0,04	-0,08	0,05	-0,13**	-0,65***	0,27***	1,00				
9 At_físico	0,17***	0,07	0,15***	0,32***	-0,00	0,03	0,24***	0,25***	1,00			
10 Intangível	-0,23***	0,09	-0,01	0,19***	-0,09	0,12**	-0,36***	-0,16***	-0,38***	1,00		
11 Tam	-0,04	0,08	-0,04	-0,16***	-0,14**	0,06	-0,34***	-0,19***	0,10*	0,07	1,00	
12 Crescto	-0,06	-0,05	-0,00	0,25***	-0,04	0,05	-0,06	-0,04	-0,10*	0,09	-0,06	1,00

***, ** e * Indicam significância estatística a 1%; 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a detecção da existência de multicolinearidade, foi calculada a matriz de correlação entre os pares de variáveis escolhidas para os testes dos modelos propostos. A tabela 2 mostra que não houve correlações elevadas para as variáveis independentes, o que evidenciaria um problema sério de multicolinearidade. A correlação mais alta apurada foi de -0,65 (significativa a 1%) entre as variáveis 6 e 8 (Definido1 e Definido2). De acordo com os pressupostos expostos acima, essa correlação seria aceitável, pois está abaixo da sinalização de 0,70 ou 0,80. Mesmo assim, essas duas variáveis foram especificadas em modelos separados (tabela 3, seção 5.3.1), em consonância com os argumentos teóricos que foram desenvolvidos para a estrutura de propriedade.

Com base nos argumentos expostos, assumiu-se a não existência de um problema de multicolinearidade capaz de afetar os resultados das especificações dos modelos adotados no trabalho.

5.2 TESTES REALIZADOS E CORREÇÕES APLICADAS AOS MODELOS DE REGRESSÃO

5.2.1 Teste de Hausman para a Estimação dos Painéis

Para a escolha do modelo mais apropriado para operacionalizar os testes empíricos, se o modelo de dados empilhados ou o modelo de efeitos aleatórios, foi realizado o teste de especificação de Hausman (1978). Segundo Greene (2012), a hipótese nula subjacente ao teste de Hausman é que os estimadores dos modelos de regressão a serem comparados não diferem substancialmente.

Geralmente utilizado para a definição da escolha entre os modelos de regressão com dados em painel para estimadores de efeitos fixos ou efeitos aleatórios (WOOLDRIDGE, 2010), sua utilização também se aplica para a comparação entre o uso do modelo de efeitos aleatórios com o modelo de dados empilhados. Hausman e Taylor (1981) mostraram que o teste de especificação de Hausman também pode basear-se em dois outros contrastes e dar resultados numericamente idênticos. Autores como Li e Stengos (1992), Arellano (1993) e Ahn e Low (1996) modificaram o teste de Hausman para comportar outras utilizações do teste. Em síntese, pode-se usar o teste de especificação de Hausman, e suas respectivas generalizações, para verificar se o modelo mais adequado é o *pooled probit* ou *random effect probit*. O teste compara o estimador consistente, mas ineficiente (*random effect probit*), ao

estimador potencialmente inconsistente, mas eficiente (*pooled probit*). Se os efeitos aleatórios não observados não viesarem seus resultados, o estimador do *pooled probit* e do *random effect probit* não devem diferir significativamente entre si. Então, pode-se usar o estimador do *pooled probit*, caso contrário, é melhor utilizar o estimador do *random effect probit*.

No caso específico desse trabalho, a hipótese nula a ser rejeitada é que deva existir correlação entre o termo de erro dos modelos testados e uma ou mais variáveis independentes. Se a hipótese nula for rejeitada, conclui-se que o modelo de efeitos aleatórios é adequado, visto que os efeitos aleatórios provavelmente não estarão correlacionados com uma ou mais variáveis independentes. Com isso, o modelo de efeitos aleatórios será preferível, ao invés do modelo de dados empilhados.

O teste de Hausman não rejeitou a hipótese nula para nenhum dos modelos testados, pois não houve diferença estatisticamente significativa entre os efeitos aleatórios e a estimação por dados empilhados para nenhum dos seis modelos de regressão probit (os resultados do χ^2 estão apresentados na tabela 3 da seção 5.3.1).

Pelos resultados do teste de Hausman, a sinalização foi a de que existe correlação entre o termo de erro e uma ou mais variáveis independentes dos modelos. Por esse motivo, foi escolhido para os testes dos modelos propostos o uso do painel com dados empilhados (*pooled probit*). Contudo, para proceder com a correta especificação dos modelos, foram realizados os procedimentos para lidar com os problemas de correlação serial e erros de especificação para as regressões em painel com dados empilhados, que estão apresentados a seguir.

5.2.2 Testes de Autocorrelação e de Heteroscedasticidade

Dois problemas comumente encontrados em modelos econométricos são a autocorrelação e a heteroscedasticidade. Por esse motivo, ambos os problemas foram tratados.

5.2.2.1 Teste de Autocorrelação

Wooldridge (2010) explica que uma suposição básica assumida em modelos de regressão como, por exemplo, o de mínimos quadrados ordinários, é que não existe correlação em série entre os regressores e o termo de erro do modelo. Contudo, assumir, a priori, que os erros idiossincráticos $\{u_{it}: t = 1, 2, \dots, T\}$ numa regressão não sejam correlacionados em série poderia ser equivocado. Uma suposição alternativa é

que as primeiras diferenças dos erros idiossincráticos, $\{e_{it} \equiv \Delta u_{it}, t = 2, \dots, T\}$, não são correlacionados em série (e tem variância constante). Com base nessa suposição, $u_{it} = u_{it-1} + e_{it}$, de modo que a não correlação serial em e_{it} implica que u_{it} é um passeio aleatório.

Segundo Wooldridge (2010), pode-se testar a hipótese de não existência de correlação em série a partir dos resíduos das regressões. Desde que a suposição de exogeneidade estrita seja mantida, a seguinte regressão pode ser estimada:

$$\hat{e}_{it} = \hat{\rho}_1 \hat{e}_{it-1} + erro_{it}, \quad (5.2.1)$$

Onde... $t = 1, 2, \dots, T$; $i = 1, 2, \dots, N$. O teste estatístico em questão é o t estatístico de costume para $\hat{\rho}_1$. Se os erros idiossincráticos $\{u_{it}: t = 1, 2, \dots, T\}$ não estão correlacionados para começar, $\{e_{it}: t = 2, 3, \dots, T\}$ serão correlacionados.

A correlação serial foi abordada por Durbin (1970), que desenvolveu um procedimento geral para o teste de erro de especificação e o aplicou para o problema do teste de hipótese nula de independência serial contra a hipótese alternativa de que os erros do modelo de regressão são gerados por um processo auto regressivo estável de primeira ordem (AR1).

Ao desenvolver esse procedimento, Durbin (1970, p. 410) contextualizou que “muitas teorias assumem que os regressores são constantes ou podem ser tratados como tal, e que uma situação importante para a econometria, como a de que alguns dos regressores são variáveis dependentes defasadas, foi especificamente excluída”.

Durbin (1970) demonstrou que a distribuição assintótica do coeficiente de correlação defasado em $t-1$, calculado pelos resíduos de mínimos quadrados, se diferencia dos coeficientes calculados pelas perturbações verdadeiras.

Godfrey (1978) avançou no procedimento AR(1) desenvolvido por Durbin (1970) adotando o procedimento de regredir os erros de especificação dos modelos por um processo auto regressivo de n ordens AR (n). A adoção desse procedimento permite maior robustez para os testes, uma vez que o erro de especificação em t pode estar relacionado não somente com o termo de erro em $t-1$, mas com o termo de erro em períodos anteriores ($t-n$).

Segundo Godfrey (1978), foi realizado os testes de autocorrelação para todos os modelos de regressão do trabalho por meio da aplicação dos processos auto

regressivos AR(1) até AR(4). Para todos os modelos, foi identificada a autocorrelação para AR(1), o que tornou necessária a correção para solucionar os problemas de autocorrelação.

5.2.2.2 Procedimentos para Lidar com a Heteroscedasticidade

De acordo com Stock e Watson (2004), o termo de erro ε_{it} é heteroscedástico se a variância da distribuição condicional de u_{it} não for constante e depender de algum dos regressores do modelo de regressão. Da mesma maneira como acontece para a multicolinearidade, nesse tipo de estudo a heteroscedasticidade é uma questão de grau e não se ela existe ou não.

White (1980) desenvolveu um procedimento para tratar o problema de heteroscedasticidade. Nesse trabalho, foi adotado o procedimento proposto por White para corrigir os resultados levando em consideração eventuais problemas de heteroscedasticidade, comumente encontrados em estudos que utilizam dados em painel. Tal procedimento está presente nos recursos estatísticos oferecidos no software Stata para o modelo probit.

5.2.2.3 Correção para Autocorrelação e Heteroscedasticidade

“Com o objetivo de assegurar inferências estatísticas válidas quando algumas suposições subjacentes dos modelos de regressão são violadas, é comum confiar em erros padrão robustos”. (HOECHLE, 2007, p. 283).

No software Stata, a consistência para heteroscedasticidade é obtida por meio da escolha da opção *vce (robust)*. Essa opção pressupõe o tratamento para o problema da heteroscedasticidade desenvolvido por White (1980). Além desse comando, é possível corrigir os procedimentos por meio da opção *vce (cluster)*, que identifica os grupos os quais as observações pertencem e adota o procedimento desenvolvido por Rogers (1993) para ajustar os erros padrão agrupados. A opção *vce (cluster)* faz com que os erros padrão tornem-se consistentes tanto para autocorrelação, quanto para heteroscedasticidade. (HOECHLE, 2007).

Nesse trabalho, a opção *vce (cluster)* foi utilizada para agrupamento da amostra. Nesse caso, o identificador do painel os quais as observações agrupadas pertencem foram os 51 grupos empresariais. Portanto, os problemas de autocorrelação e de heteroscedasticidade, característicos de estudos que utilizam a

técnica de dados em painel, foram corrigidos pela aplicação do comando *vce* (cluster Grupo).

Em resumo, o teste de Hausman indicou o uso do modelo probit painel para dados empilhados como a estimação adequada para a operacionalização dos modelos propostos na estratégia empírica. A partir da indicação da presença de autocorrelação e de heteroscedasticidade, os modelos foram corrigidos para erros padrão robusto e para agrupamento, a partir do comando *vce* (*cluster*), gerando estimativas consistentes para os modelos. Todos os resultados da próxima seção são apresentados considerando os erros padrão corrigidos e agrupados em cluster.

5.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

5.3.1 Principais Resultados para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação

Os testes conduzidos nessa etapa se constituíram na principal verificação empírica do trabalho. Para a realização das investigações sobre os fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil, foram constituídos seis modelos de regressão distintos para capturar as influências dos diferentes fatores sobre a probabilidade da direção da diversificação dos grupos empresariais. A variável dependente abrangeu o período de 2009 a 2014, enquanto as variáveis independentes e de controle contemplaram os anos de 2008 a 2013⁴².

Os modelos de regressão 1 (Modelo 1) e 2 (Modelo 2) testaram os fatores determinantes da direção da diversificação. A diferença entre os dois modelos esteve nas variáveis de estrutura de propriedade. No modelo 1, a variável de estrutura de propriedade incluída foi a variável Definido1. Para o modelo 2, a variável de estrutura de propriedade utilizada foi a variável Definido2. Essa separação foi estabelecida porque o objetivo foi verificar o efeito de cada tipo de estrutura de propriedade sobre a direção da diversificação. Caso essas duas variáveis fossem regredidas conjuntamente numa mesma equação, não capturariam as efetivas diferenças que cada tipo de estrutura de propriedade significa na organização societária do grupo empresarial, levando a uma inversão nos sinais dos coeficientes da regressão.

⁴² Exceto para as variáveis independentes de estrutura de propriedade, que foram apuradas com base na estrutura acionária para o ano de 2009.

Os modelos de regressão 3 (Modelo 3) e 4 (Modelo 4) seguiram a mesma lógica de construção. Porém, houve o acréscimo das variáveis de controle tamanho e oportunidades de crescimento. Finalmente, os modelos 5 (Modelo 5) e 6 (Modelo 6) consideraram as mesmas variáveis das regressões dos modelos 3 e 4, mas foram acrescentadas variáveis dummies para controlar por ano⁴³⁴⁴.

Outro aspecto importante que deve ser considerado na análise dos resultados é que, a partir do momento em que os erros padrão dos modelos de regressão foram corrigidos para robustez e agrupamento (*vce cluster*), no intuito de acomodar os problemas de autocorrelação e de heteroscedasticidade, então a estimação por máxima verossimilhança passou a não ser mais a melhor forma de interpretar a significância dos resultados dos modelos. Quando esse procedimento é adotado, a estimação passa a ser chamada de pseudo-verossimilhança.

Segundo Sribney (2005)⁴⁵, a estimação de máxima verossimilhança para regressões agrupadas (*cluster*) não é uma estimação verdadeira para a verossimilhança. Quando há agrupamento, as observações individuais não são mais independentes, e a máxima verossimilhança padrão não reflete mais isso. Portanto, o teste padrão de máxima verossimilhança não é o mais adequado após a estimação de modelos de regressão corrigidos para *cluster*. Ao invés disso, o mais apropriado é utilizar o teste de Wald para avaliar a significância dos modelos. Os testes de Wald χ^2 apresentados na tabela 3 mostram que os seis modelos de regressão aplicados foram significativos ao nível de 1%, validando os testes.

Outra medida de ajuste que complementa as interpretações dos modelos de regressão probit é o pseudo- R^2 . De acordo com Stock e Watson (2004), o pseudo- R^2 mede o ajuste do modelo utilizando a função de verossimilhança, de forma que a medição da qualidade do ajuste do modelo seja feita a partir da comparação do valor da função de verossimilhança maximizada. A tabela 3 a seguir também apresenta os valores do pseudo- R^2 para os seis modelos de regressão do estudo.

⁴³ O ano de 2009 foi o “Grupo de Referência”.

⁴⁴ Os modelos testados não foram controlados por indústria.

⁴⁵ William Sribney, StataCorp. Disponível em: <http://www.stata.com/support/faqs/statistics/likelihood-ratio-test/>. Acesso em: 12/04/2016.

Os resultados das regressões probit para os seis modelos que testaram os fatores determinantes da direção da diversificação estão apresentados na tabela 3 a seguir:

Tabela 3: Fatores Determinantes da Direção da Diversificação

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Lucro	-2,89 (-1,13)	-3,51 (-1,48)	-2,92 (-1,19)	-3,46 (-1,50)	-2,84 (-1,14)	-3,40 (-1,45)
Endiv	2,89** (2,48)	3,56** (2,54)	2,89** (2,48)	3,56*** (2,57)	2,87** (2,43)	3,56** (2,53)
Capex	2,23* (1,65)	2,19 (1,61)	2,20 (1,58)	2,28 (1,63)	2,31 (1,62)	2,35* (1,66)
Risco	0,01* (1,69)	0,02** (2,10)	0,01 (1,63)	0,02** (2,07)	0,01* (1,64)	0,02** (2,06)
At_fisico	0,25 (0,20)	-0,49 (-0,39)	0,28 (0,20)	-0,55 (-0,41)	0,29 (0,21)	-0,53 (-0,38)
Intangível	-2,10* (-1,82)	-2,93*** (-2,74)	-2,09* (-1,83)	-2,94*** (-2,84)	-2,23* (-1,86)	-3,02*** (-2,83)
Definido1	-0,72* (-1,67)		-0,71* (-1,66)		-0,69 (-1,61)	
Família	-0,23 (-0,51)	-0,83* (-1,68)	-0,24 (-0,48)	-0,81 (-1,50)	-0,25 (-0,49)	-0,81 (-1,51)
Definido2		1,30** (2,22)		1,32** (2,30)		1,30** (2,25)
Tam			-0,01 (-0,07)	0,01 (0,11)	-0,02 (-0,12)	0,01 (0,07)
Crescto			-0,03 (-0,10)	-0,09 (-0,25)	-0,09 (-0,21)	-0,16 (-0,41)
Intercepto	0,31 (0,36)	0,10 (0,12)	0,50 (0,18)	-0,19 (-0,07)	0,71 (0,25)	-0,05 (-0,02)
Dummy ano	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim
Wald chi2	29,94***	39,60***	30,39***	39,83***	37,60***	50,11***
Log pseudo-verossimilhança	-111,75	-106,11	-111,74	-106,07	-110,96	-105,45
Pseudo R ²	23,8%	27,6%	23,8%	27,6%	24,3%	28,1%
Teste de Hausman	4,42 (0,81)	3,86 (0,86)	5,51 (0,85)	3,92 (0,95)	5,19 (0,98)	8,82 (0,84)
Estatística F	51,52***	59,36***	52,45***	62,14***	53,39***	65,63***
AR(1) (p-valor)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Observações	227	227	227	227	227	227

***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Variáveis independentes financeiras e operacionais e variáveis de controle estão defasadas em 1 período ($t-1$). Variáveis de estrutura de propriedade estão no período t . Apresentados os coeficientes (beta) e as estatísticas z (entre parênteses) para a estimação dos parâmetros. Erro-padrão ajustado para 51 clusters. Teste de Hausman apresenta o chi2 e a $\text{prob}>\text{chi2}$ (entre parênteses) para o teste da estimação dos painéis com dados empilhados X efeitos aleatórios, sob a hipótese nula de não haver diferença entre os estimadores dos modelos de efeitos aleatórios e de

dados empilhados. AR(1) refere-se à autocorrelação dos resíduos de 1ª ordem, sob a hipótese nula de não haver correlação serial entre os resíduos. Estatística F para a hipótese nula da não correlação serial entre os resíduos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O primeiro aspecto a ser destacado é a predominância de uma relação positiva entre os fatores de ordem financeira e a probabilidade da diversificação não-relacionada. Exceto para a variável Lucro, que apresentou uma relação inversa com a diversificação não-relacionada e não foi estatisticamente significativa para nenhum dos seis modelos, as variáveis endividamento e risco mostraram-se significativas e positivamente relacionadas em praticamente todos os modelos. Da mesma forma, o *capex* mostrou relação positiva nos seis modelos, embora sua significância tenha ocorrido somente nos modelos 1 e 6.

Os coeficientes betas para a variável endividamento apresentaram significância estatística ao nível de 5% para as regressões 1, 2, 3, 5 e 6 e à 1% para a regressão 4, sinalizando a probabilidade de os grupos empresariais com diversificação não-relacionada apresentarem maiores níveis de endividamento. A partir da relação indefinida levantada pela hipótese H1b, os resultados confirmaram uma relação positiva para essa hipótese, indicando que o endividamento exerce um impacto positivo sobre a probabilidade da diversificação em direção a negócios não-relacionados. Portanto, sugerindo que a dívida seja um fator determinante da diversificação não-relacionada, e que sua influência é positiva sobre essa direção da diversificação.

As primeiras evidências corroboram com os argumentos sugeridos por Khanna e Palepu (1997). Os grandes grupos empresariais, por serem organizações bem estabelecidas nas economias emergentes, teriam maior acesso aos mercados de capitais externos e, conseqüentemente, poderiam assumir maiores níveis de endividamento para financiar suas estratégias de diversificação. Outras duas justificativas possíveis seriam que os grupos com maiores níveis de endividamento diversificariam em negócios não-relacionados para aumentar a capacidade de pagamento das suas obrigações fixas por meio das receitas geradas por seu portfólio diversificado de negócios, ou então pela capacidade que os ativos desses outros negócios teriam em servir como garantia aos credores, conforme sinalizaram Staglianò et al. (2014).

Outra interpretação para a influência positiva do endividamento sobre a diversificação não-relacionada está nos argumentos relacionados a TCT trazidos por Williamson (1988). Conforme sugerido por aquele autor, quanto mais baixa for a especificidade dos ativos, maior a possibilidade da dívida ser utilizada como uma estrutura de governança para financiar projetos de investimentos. Na medida que o credor tem o risco reduzido quando financia investimentos que contemplam ativos de menor especificidade, uma vez que esses ativos poderiam ser utilizados para outras finalidades no futuro, empreender a estratégia de diversificação não-relacionada utilizando a dívida como fator financeiro predominante seria uma estratégia atrativa para os grupos empresariais que perseguem essa direção da diversificação.

Entretanto, as evidências empíricas refutam os fundamentos da formação de conglomerados diversificados trazidos pela TA, onde os administradores de grupos com baixos índices de endividamento atuam de forma discricionária e diversificariam em outros negócios para aumentar seu prestígio e poder pela administração de grandes conglomerados. Contudo, os argumentos trazidos por Lim et al. (2009) para uma relação positiva entre dívida e diversificação não-relacionada, à luz da TA, também podem ser considerados como uma explicação alternativa para as evidências encontradas nesse trabalho.

Lim et al. (2009) identificaram que, em ambientes turbulentos, os credores possuem uma menor capacidade de monitoramento dos tomadores de crédito, relativamente aos ambientes estáveis. Nesse sentido, quando a eficiência é difícil de ser atingida dentro do negócio principal, os executivos poderiam perseguir a diversificação não-relacionada sem serem duramente penalizados pelo conselho de administração e pelos credores. Uma vez que o Brasil apresenta as características de um ambiente turbulento, a dívida poderia estar sendo utilizada como mecanismo para viabilizar a estratégia de diversificação não-relacionada em função da baixa capacidade de monitoramento por parte dos credores.

Por outro lado, os resultados obtidos para a variável endividamento sugerem que a dívida exerça uma influência negativa sobre a probabilidade dos grupos empresariais que se diversificam na direção de negócios relacionados. Em economias emergentes como o Brasil, grupos empresariais com diversificação relacionada apresentariam características semelhantes às de empresas individuais e, sob a perspectiva do mercado externo, teriam menor capacidade de levantar recursos

externos justamente pela baixa capacidade de fornecer garantias reais capazes de serem executadas em caso do não cumprimento das obrigações para com os credores, uma vez que os ativos operacionais estariam todos relacionados ao mesmo negócio. Não obstante, grupos empresariais com diversificação relacionada teriam baixa capacidade de geração de novos fluxos de caixa por meio de outros negócios para viabilizar os pagamentos das obrigações com os credores. Ainda, seguindo a lógica proposta por Williamson (1988), grupos empresariais com diversificação relacionada teriam alta especificidade de ativos e seus projetos de investimentos seriam vistos pelos credores externos com maior resistência, uma vez que a possibilidade de utilização desses ativos para outros fins seria baixa.

O segundo fator de ordem financeira que apresentou resultados significativos para a probabilidade da direção da diversificação foi o risco. Os resultados foram significativos ao nível de 5% para as regressões dos modelos 2, 4 e 6, e ao nível de 10% para os modelos 1 e 5. Somente para o modelo 3 não houve significância estatística para essa variável. Para os cinco modelos que apresentaram significância, os sinais dos coeficientes foram positivos, em consonância com o esperado pela hipótese H1d, mostrando que o risco possui uma relação positiva com a probabilidade da diversificação não-relacionada. Portanto, existe uma influência positiva do fator risco sobre a probabilidade dos grupos empresariais que se diversificam em negócios não-relacionados, sinalizando que os grupos procuram reduzir o risco por meio de movimentos de diversificação em direção a outros segmentos de negócios.

Alguns aspectos podem ser observados em relação aos resultados obtidos para a variável risco. Os resultados mais significativos (ao nível de 5%) foram obtidos para os modelos em que a variável de estrutura de propriedade testada foi Definido2 (modelos 2, 4 e 6). Em linha com a suposição de que os grupos empresariais com estrutura de propriedade definida composta por um bloco de controle compartilhado perseguiriam predominantemente a diversificação não-relacionada (hipótese H3c), a redução do risco pela diversificação em negócios não-relacionados seria uma estratégia coerente adotada por grupos com essas características de estrutura de propriedade.

Por outro lado, os testes que apresentaram significância estatística mais baixa (ao nível de 10%) foram obtidos nos modelos de regressão para a variável de estrutura de propriedade Definido1 (modelos 1 e 5). Novamente, coerente com a suposição

levantada (hipótese H3a), os grupos empresariais com estrutura de propriedade definida composta por um único acionista controlador seriam aqueles com menor probabilidade de diversificação não-relacionada e, conseqüentemente, apresentariam menor grau de risco. Grupos empresariais com essas características de estrutura de propriedade tenderiam a permanecer dentro do setor principal de negócios, empreendendo projetos mais conservadores e seriam relutantes em diversificar em negócios não relacionados, mantendo-se focados no negócio central.

As evidências obtidas com os resultados para a variável risco sugerem alguns apontamentos. A ideia de que a diversificação conglomerada seria uma forma de redução do risco pela diversificação do portfólio de negócios trazida por Williamson (1970) parece ser um argumento plausível para essa estratégia. Na medida em que o conceito de diversificação conglomerada pode ser considerado como a estratégia de diversificação de grupos empresariais em negócios não-relacionados, a redução do risco por meio da entrada em diferentes negócios e novos mercados sinaliza um movimento estratégico para diminuir o risco do grupo como um todo. Essa ideia também foi levantada por Procianny (2001) para os grupos empresariais com estrutura em leque, que remete para a forma organizacional de empresa *holding*, cuja característica é a de possuir um portfólio diversificado de investimentos em diferentes negócios com foco na diminuição do risco pela diversificação.

Por outro lado, o conceito de redução do risco pela diversificação conglomerada trazido por Amihud e Lev (1981; 1999), embora possível, deve ser observado com cautela. Os argumentos desses autores, fundamentados pelos pressupostos da TA, estão relacionados ao comportamento discricionário dos administradores, que ao controlarem companhias onde o controle é disperso teriam maior propensão a realizar movimentos em direção da diversificação não-relacionada como forma de reduzirem seu próprio risco, mesmo que esses movimentos expropriem a riqueza dos proprietários.

As evidências remeteram para resultados mais significativos nos modelos onde a estrutura de propriedade é formada por um bloco de controle compartilhado, e essa variável é comparada com o grupo de referência para controle acionário disperso. Assim, poder-se-ia inferir que os grupos empresariais com controle disperso estariam diversificando em negócios não-relacionados a partir do entendimento da redução do próprio risco exercida pelos administradores que estão à frente desses grupos, em

consonância com os argumentos de Amihud e Lev (1981; 1999). Contudo, como a variável para controle disperso não foi especificamente observada nos modelos, deve-se ponderar se esses argumentos efetivamente refletem o comportamento dos grupos que seguem essa estratégia de diversificação. Testes adicionais precisariam ser feitos para que seja possível assumir essa linha de raciocínio.

Duas outras interpretações podem ser feitas para o impacto positivo do risco sobre a probabilidade da diversificação não-relacionada. Primeiro, o portfólio diversificado de negócios que os grupos empresariais possuem (MANIKANDAN e RAMACHANDRAN, 2015) pode fazer com que o grupo exerça o papel de 'seguro mútuo' sugerido por Khanna e Yafeh (2005), possibilitando a diluição do risco entre as suas empresas afiliadas justamente pelo compartilhamento do risco que o grupo proporciona por meio da diversificação em diferentes negócios.

A segunda interpretação pode estar relacionada com o que sugeriram Staglianò et al. (2014) sobre a diversificação não-relacionada permitir ao grupo a redução do risco operacional e do custo de capital. A ideia se fundamenta na possibilidade de que os diferentes negócios do grupo poderiam gerar novas receitas para diluir o risco operacional e também servir como garantia real aos credores, permitindo que o custo do capital diminua, reduzindo o risco do grupo como um todo.

Além das explicações expostas acima, os argumentos de Montgomery e Singh (1984) sobre a diversificação não-relacionada estar associada a um maior risco, relativamente a diversificação relacionada, principalmente pelo baixo poder de mercado, baixa intensidade de capital e maiores níveis de endividamento das companhias que adotam esse tipo de estratégia não podem ser descartados como possíveis explicações para os resultados obtidos por essa variável.

Em resumo, os diferentes argumentos expostos para a relação positiva encontrada entre o risco e a estratégia de diversificação não-relacionada são interpretações prováveis para as evidências que sinalizaram o risco como um fator determinante da propensão dos grupos empresariais em se diversificarem em negócios não-relacionados.

Por outro lado, também é possível inferir, a partir desses resultados, que os grupos empresariais que adotam a estratégia de diversificação relacionada apresentam menor volatilidade dos retornos de seus negócios e, perseguindo uma

estratégia de negócios mais conservadora, não teriam motivos para se diversificar em outras indústrias. O objetivo, portanto, seria manter-se focado no negócio principal e empreender a estratégia de diversificação como forma de desenvolvimento de negócios que complementem a principal atividade do grupo.

O dispêndio de capital foi o terceiro fator financeiro que mostrou certa influência sobre a direção da diversificação dos grupos empresariais. Embora tenha apresentado restrições em termos de poder de explicação, na medida em que o *capex* teve significância ao nível de 10% somente para os modelos 1 e 6, é possível confirmar parcialmente a hipótese H1c. A partir da relação indefinida levantada por H1c, os resultados indicaram que o *capex* exerce uma influência positiva sobre os grupos empresariais brasileiros que buscam a estratégia de diversificação em negócios não-relacionados.

As interpretações para a variável *capex* merecem cautela, uma vez que os resultados foram significativos em apenas dois dos seis modelos testados e ao nível estatístico de 10%. Contudo, algumas inferências podem ser feitas a partir dos resultados obtidos para os modelos 1 e 6.

Os resultados sugerem que os impactos da variável *capex* sobre a probabilidade da diversificação não-relacionada possam estar relacionados aos fundamentos dos grupos empresariais em economias emergentes apresentados por Manikandan e Ramachandran (2015). Os resultados obtidos nos modelos probit permitem inferir que as motivações dos grupos empresariais que decidem perseguir a diversificação não-relacionada possam estar relacionadas com as carências existentes nos mercados de fatores estratégicos incompletos em economias emergentes como no Brasil.

É possível que a estratégia de diversificação dos grupos empresariais em negócios não-relacionados esteja ligada à maior capacidade que esses grupos têm para oportunizar o acesso a uma maior variedade de recursos estratégicos às suas afiliadas, permitindo maiores oportunidades de crescimento, uma vez que eles possuem um portfólio diversificado de negócios. Com isso, parece fazer sentido associar que os investimentos realizados pelos grupos em diferentes negócios aumentem os ativos de capital à sua disposição e de suas afiliadas. Por esse motivo, os grupos com diversificação não-relacionada apresentam um *capex* mais elevado.

Por outro lado, os resultados contrariam os fundamentos da teoria dos custos de transação. De acordo com a TCT, os investimentos em ativos de capital, por serem de natureza fixa, estariam mais direcionados para os movimentos na direção de negócios relacionados em função das especificidades desses ativos. Com base nos resultados obtidos para a variável *capex*, os argumentos sustentados pela TCT não podem ser evidenciados. Com isso, as evidências empíricas prejudicam possíveis interpretações sobre a relação dessa variável com a estratégia de diversificação relacionada.

Surpreendentemente, os resultados obtidos para a direção da diversificação não apresentaram relevância para a variável Lucratividade em nenhum dos seis modelos testados. Inicialmente, esperava-se que essa variável impactasse significativamente a probabilidade da direção da diversificação dos grupos empresariais no Brasil. De acordo com os fundamentos da TCT (WILLIAMSON, 1975; 1979; 1985), especialmente em economias emergentes como o Brasil, onde os mercados externos de capitais são imperfeitos, com alta assimetria de informação e elevados custos de transação, acreditava-se que os grupos empresariais seriam estimulados a atuar como um mercado interno de capitais, alocando recursos entre suas afiliadas, no intuito de superar as dificuldades de capital e diminuir os custos de transação existentes no mercado externo.

Contudo, esses argumentos não puderam ser observados. Mesmo que os sinais dos coeficientes tenham apontado para um impacto negativo do lucro sobre a probabilidade da diversificação em negócios não-relacionados, uma evidência a favor da TCT, a não significância estatística para os resultados nos seis modelos de regressão indicaram que não é possível assumir que essa variável influencie na direção da diversificação dos grupos empresariais no Brasil. Portanto, a hipótese H1a da existência de uma relação entre lucratividade e a direção da diversificação não foi confirmada.

Entre as possíveis explicações para esse fenômeno, uma delas pode estar relacionada com a possibilidade de os grupos empresariais, por serem grandes corporações, apresentarem boas condições de liquidez entre suas diferentes empresas afiliadas, minimizando a necessidade de realocação de recursos financeiros intra-grupo. Outro argumento poderia estar relacionado com a forma organizacional multientidade dos grupos. Por serem compostos por companhias independentes e

legalmente constituídas, conforme conceituaram Manikandan e Ramachandran (2015), os grupos não atuam como um efetivo mercado interno de capitais, uma vez que suas afiliadas possuem autonomia de gestão, diferentemente dos conglomerados nas economias desenvolvidas. Ainda, os grupos empresariais, por serem grandes companhias bem estabelecidas em seus mercados, conseguiriam melhores condições e maior acesso aos recursos externos e recorreriam menos à estratégia de alocação interna de capital entre suas diferentes empresas.

As evidências empíricas sugerem que os fatores de ordem financeira exercem influência sobre a probabilidade da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil. Exceto para a medida de lucratividade, que não apresentou resultados estatisticamente significativos para nenhum dos modelos, as outras três variáveis (endividamento, *capex* e risco) se mostraram significativas, em maior ou menor grau, em praticamente todos os seis modelos, e na mesma direção (sinal positivo), para os testes aplicados.

A partir dos argumentos expostos ao longo das interpretações desses resultados para cada uma das variáveis, pode-se inferir que o conjunto de fatores financeiros influencia positivamente a probabilidade da diversificação de grupos empresariais em direção a negócios não-relacionados ao *core-business*. Tais resultados corroboram com as constatações de Bonelli (1998), que ao identificar três principais categorias para analisar os grupos empresariais no Brasil mostrou que os grupos que ingressam em outros negócios adotam a estratégia de diversificação com alto risco financeiro e via endividamento. Por outro lado, os grupos empresariais que perseguem a diversificação em negócios relacionados apresentam uma relação negativa com esses fatores, sugerindo que os movimentos desses grupos são, predominantemente, em direção a uma estratégia mais conservadora, que privilegie a estabilidade e a sinergia entre os seus negócios.

Passando para a análise dos resultados dos fatores de ordem operacional, foi identificado que os ativos intangíveis apresentam uma relação negativa e significativa com a diversificação não-relacionada para os seis modelos. Para os modelos 1, 3 e 5 a significância estatística foi de 10%, e para os modelos 2, 4 e 6 os resultados foram significativos à 1%. Tais resultados mostram que esse fator exerce uma influência negativa sobre a probabilidade da direção da diversificação de grupos empresariais em negócios não-relacionados.

Inicialmente, a hipótese para a variável Intangível (H2b) foi estabelecida como indefinida. Contudo, argumentos relacionados com a possibilidade dessa relação ser positiva, ou negativa, foram apresentados. Os resultados encontrados reforçaram os argumentos que sustentam que os ativos intangíveis estão vinculados, principalmente, aos movimentos na direção de negócios relacionados, uma vez que a variável se mostrou significativa para os seis modelos de regressão.

Em consonância com os resultados obtidos por Chatterjee e Wernerfelt (1991) para o mercado norte-americano, a relação negativa entre ativos intangíveis e diversificação não-relacionada sugere que ativos intangíveis como capital humano, conhecimento, P&D, entre outros, sejam utilizados, predominantemente, para os movimentos estratégicos de diversificação em negócios com alta similaridade aos atuais negócios dos grupos empresariais no Brasil.

Essas evidências corroboram com os argumentos apresentados pela teoria dos custos de transação sobre a especificidade dos ativos. (WILLIAMSON, 1975; 1985). Os custos de transacionar esses ativos no mercado externo de produtos, insumos e serviços serão tão mais elevados, quanto mais específicos forem esses ativos. Conseqüentemente, um dos principais benefícios trazidos pela alocação e compartilhamento interno desse tipo de ativo seria a redução dos custos de transação. Capital humano (seja ele operacional ou administrativo), ativos dedicados como P&D, além de conhecimento, competências específicas, marca, entre outros, são relativamente 'inflexíveis' e só conseguiriam ser utilizados para negócios com alto grau de parentesco. Entretanto, outras interpretações para os resultados encontrados foram consideradas como possíveis explicações para a relação entre a variável intangível e a direção da diversificação.

Atualmente, existe uma mudança na dinâmica dos negócios, fazendo com que as atividades se tornem cada vez mais dependentes de alta tecnologia e de prestação de serviços. Nessa lógica, muitos grupos empresariais começam a ter seus negócios alicerçados em bases tecnológicas e capital humano, se tornando mais dependentes de recursos intangíveis. Com isso, os recursos intangíveis passam a ser os principais recursos para a execução de muitas das atividades dos grupos empresariais. Conseqüentemente, os custos de buscar esse tipo de recurso no mercado provavelmente se tornam mais elevados do que desenvolver internamente. Além disso, os ativos intangíveis teriam maior limitação na sua alocação para outras

atividades em diferentes negócios, ficando mais restritos ao seu uso dentro de atividades semelhantes. Não obstante, ativos intangíveis poderiam se caracterizar como ativos de alta especificidade, fazendo com que a sua obtenção no mercado se tornasse mais restrita.

As possíveis justificativas apresentadas para os resultados obtidos com a variável intangível também podem ser suportadas pelos argumentos de Jones e Hill (1988) sobre os benefícios trazidos pelos recursos intangíveis em atividades similares, tais como o melhor compartilhamento de recursos e as sinergias potenciais que esses recursos possibilitam aos grupos com a estratégia de diversificação relacionada.

Por outro lado, para a estratégia de diversificação não-relacionada, os ativos intangíveis, tais como marca, capital humano, entre outros, podem não exercer um papel relevante sobre o portfólio de negócios dos grupos empresariais no seu todo. Uma justificativa poderia ser que, na medida em que as empresas afiliadas aos grupos empresariais são entidades independentes e legalmente constituídas, a força da marca do grupo pode não influenciar diretamente nos negócios dessas empresas individualmente. Nesse sentido, o conceito de “marca guarda-chuva” (WERNERFELT, 1988) parece não ser um elemento determinante nos diferentes negócios do grupo. As afiliadas não se beneficiariam, por exemplo, da força da marca do grupo para alavancar seus negócios.

Um aspecto que deve ser destacado a partir dessas evidências é que os resultados mais robustos para a variável Intangível foram obtidos nos testes para os modelos 2, 4 e 6, que apresentam a estrutura de propriedade composta por um conjunto compartilhado de acionistas formando o bloco de controle do grupo empresarial (Definido2). Como os grupos com essa formatação de estrutura de propriedade são, predominantemente, diversificados em negócios não-relacionados, os ativos intangíveis influenciam negativamente e com alta significância (1%) a probabilidade dessa direção estratégica de diversificação.

Por outro lado, os resultados dos coeficientes para os modelos 1, 3 e 5 para a variável intangível apresentaram menor força explanatória (significância de 10%), mesmo mantendo a relação negativa com a probabilidade da diversificação não-relacionada. De maneira não surpreendente, esses resultados foram obtidos para as regressões em que a variável de estrutura de propriedade foi a variável Definido1. Esses resultados contribuem com os argumentos apresentados anteriormente sobre

a maior propensão dos grupos controlados por um único acionista serem menos diversificados e, por isso, terem maior especificidade de ativos, nesse caso, os ativos intangíveis.

Contudo, os resultados para a variável Intangível devem ser interpretados com cautela. Em função de ser uma variável de natureza contábil, na sua evidenciação podem estar contidos uma série de elementos distintos, dependendo de quais são os “intangíveis” que cada grupo empresarial considera no cômputo dessa variável. Por exemplo, a valoração do *goodwill*, a mensuração do valor da marca, patentes, gastos com marketing, entre outros elementos que podem compor o valor dessa variável podem estar sub (sobre) valorizados, limitando a precisão dos reais valores na evidenciação dos registros contábeis. Contudo, como os resultados dos seis modelos de regressão apresentaram significância a 1% e 10% e com o mesmo sinal dos coeficientes, os indícios levam a crer que os resultados tragam evidências coerentes sobre o impacto dessa variável na sua influência sobre a direção da diversificação.

Em relação a variável ativos físicos, os resultados não se mostraram consistentes. Não houve significância em nenhum dos seis modelos testados. Portanto, a hipótese H2a não pode ser comprovada. Contudo, os resultados dos testes para essa variável merecem uma observação. Para os modelos 1, 3 e 5 os sinais dos coeficientes foram positivos, enquanto, para os modelos 2, 4 e 6, os sinais dos coeficientes foram negativos. Poder-se-ia inferir, com base nessas constatações, que os grupos empresariais com estrutura de propriedade definida composta por um único controlador, mesmo aqueles com diversificação não-relacionada, teriam uma maior proporção de ativos físicos em seus negócios e, portanto, maior probabilidade de internalização das suas atividades operacionais a um custo mais baixo, em consonância com os pressupostos da TCT. Por outro lado, os grupos empresariais com estrutura de propriedade definida composta por um bloco de controle compartilhando, que teriam maior propensão a uma maior diversificação em negócios não-relacionados, teriam uma menor proporção de ativos físicos nos seus negócios.

Em resumo, os resultados encontrados para os fatores de ordem operacional sugerem que os ativos intangíveis exercem influência sobre a probabilidade da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil. As evidências mostram que a influência dessa variável sobre a probabilidade da diversificação não-relacionada é negativa, indicando, por outro lado, que os ativos intangíveis impactam

positivamente os grupos empresariais com diversificação relacionada. Contudo, esse foi o único fator de ordem operacional que apresentou significância nos modelos testados. Os resultados para a variável ativo físico foram não significativos e inconclusivos.

O conjunto final de fatores determinantes utilizados para testar os modelos foram os fatores relativos à estrutura de propriedade. Os modelos 1, 3 e 5 regrediram as equações onde a variável de estrutura de propriedade utilizada foi Definido1. Para os modelos 2, 4 e 6 a variável utilizada foi Definido2. Em todas as seis regressões a variável Família foi considerada, pois aproximadamente 50% dos grupos empresariais integrantes da amostra foram identificados como pertencendo a famílias e, destes, 60% são de grupos com estrutura de propriedade concentrada nas mãos de um único acionista controlador e 40% pertencem a um grupo de acionistas que compartilham o bloco de controle.

Os modelos 1 e 3 apresentaram significância estatística ao nível de 10% e com sinal negativo para os coeficientes beta. Os testes suportaram parcialmente a hipótese H3a de haver uma relação negativa entre a estrutura de propriedade composta por um único acionista controlador do grupo empresarial e a probabilidade do grupo se diversificar na direção de negócios não-relacionados. Os resultados indicam que essa configuração de estrutura de propriedade exerce influência sobre a probabilidade da direção da diversificação.

Os resultados dos testes dos modelos 2, 4 e 6 apresentaram significância estatística ao nível de 5% e sinal positivo para os coeficientes das regressões. A hipótese H3c foi confirmada e indica que existe uma relação positiva entre a estrutura de propriedade definida composta por um bloco de controle compartilhado e a propensão do grupo em perseguir a diversificação não-relacionada. As evidências sugerem que essa configuração de estrutura de propriedade exerce influência sobre a probabilidade dos grupos empresariais se diversificarem na direção de negócios não-relacionados.

A variável Família apresentou baixo poder de explicação. Exceto para o modelo 2, que apresentou significância ao nível de 10% e sinal negativo para o coeficiente beta, nos demais modelos a variável não apresentou resultados significativos. Os resultados restringem maiores interpretações sobre a influência desse fator sobre a direção da diversificação. Entretanto, cabe observar que os sinais dos coeficientes

para os seis modelos indicaram para a existência de uma relação negativa entre essa variável e a probabilidade da diversificação não-relacionada. Mesmo que os resultados não tenham sido estatisticamente significativos, os indícios são de que os grupos empresariais pertencentes a famílias tenderiam a ser diversificados predominantemente em negócios relacionados, conforme a suposição estabelecida na hipótese H3b. Isso pode ser inferido a partir do resultado obtido no modelo 2, que foi o único em que a variável apresentou significância estatística (10%) e sinal negativo para o coeficiente, mostrando uma relação inversa com a variável Definido2 e com a variável dependente para a diversificação não-relacionada.

Os resultados para a variável Definido1 sugerem que os grupos empresariais que possuem concentração acionária nas mãos de um único acionista controlador tendem a ser menos diversificados em direção a negócios não-relacionados; portanto, concentrando suas atividades dentro de negócios relacionados. Quando comparados aos grupos empresariais com estrutura de propriedade dispersa, os grupos com controle definido, onde somente um acionista controlador detém ao menos 50% + 1 das ações com direito a voto apresentaram uma relação inversa com a probabilidade de perseguirem a diversificação não-relacionada. Os resultados reforçam os argumentos de Rabelo (1996) e de Boyd e Hoskisson (2010) de que os grupos empresariais com maior concentração acionária estariam, predominantemente, em negócios relacionados, principalmente porque o controle geralmente está nas mãos da família, que também exerce a administração do grupo.

Pode-se inferir, com base nos argumentos trazidos pela TA, que os grupos empresariais que apresentam maior concentração acionária teriam maior capacidade de estabelecer mecanismos de controle capazes de evitar as ações discricionárias dos administradores com movimentos de diversificação em novos negócios não relacionados às principais atividades do grupo. Outrossim, na linha do que evidenciaram Denis e Denis (1997), nas companhias onde os administradores também são acionistas, a probabilidade de diversificação em outros negócios distintos dos atuais negócios é menor. Ainda, grupos empresariais com controle mais concentrado, geralmente nas mãos de uma família, tendem a realizar investimentos com horizonte temporal de mais longo prazo, relativamente aos grupos onde prevalece a administração feita por executivos externos, que focariam em ações mais

de curto prazo. Tal política reduziria os potenciais conflitos de agência dentro do grupo.

Portanto, na medida que grande parte dos grupos empresariais brasileiros com capital aberto têm um único acionista controlador com mais de 50% do capital votante do grupo (PROCIANOY e SCHNORRENBARGER, 2004; CAMPOS, 2006; ALDRIGHI e POSTALI, 2010), é de se esperar que esse tipo de configuração de estrutura de propriedade privilegie os negócios com potencial de sinergia de recursos, a atuação em mercados similares e a integração vertical das operações. Tais argumentos podem ser associados às ponderações feitas por Ruiz (2012), que a estratégia de diversificação de grupos empresariais que tem como referência o negócio central do grupo está relacionada com as sinergias potenciais existentes entre esses negócios e se baseia nas atuais estruturas de ativos que o grupo possui.

Os resultados empíricos obtidos para a variável Definido2 corroboram com o conjunto de argumentos teóricos trazidos pela hipótese H3c. Os grupos empresariais caracterizados por apresentar uma estrutura de propriedade definida, composta por um conjunto de acionistas formando o bloco de controle, tendem a adotar os movimentos na direção da estratégia de diversificação não-relacionada. Quando comparados aos grupos empresariais com propriedade dispersa, esses grupos apresentaram uma relação positiva e significativa para a probabilidade de diversificarem em negócios não-relacionados.

As evidências corroboram com os principais argumentos da teoria da agência. Entre eles, o apresentado por Fama (1980), que sinaliza para a maior liberdade dos administradores em promover ações discricionárias que aumentem seu poder e prestígio, e entre essas ações estariam os movimentos de diversificação, tanto quanto mais baixa for a concentração acionária, ou caso a estrutura de propriedade da companhia seja dispersa.

Outro argumento que pode auxiliar no entendimento da relação positiva entre os grupos empresariais com estrutura de propriedade definida por um bloco de controle compartilhado e a propensão à diversificação não-relacionada é o da forma organizacional constituída por empresas *holding*, que dão origem às estruturas piramidais características de grande parte dos grupos empresariais no Brasil. (ALDRIGHI e POSTALI, 2010).

Com base no entendimento de que a propriedade do grupo empresarial pode ser exercida por uma empresa *holding* que controla o capital de outras empresas (GRANOVETTER, 1995), a formação piramidal se justifica para os grupos com diversificação não-relacionada. Conforme apresentaram Cainelli e Iacobucci (2011) e Almeida e Wolfenzon (2006), um dos benefícios trazidos pela formação piramidal dos grupos empresariais é que ela permite aos seus controladores extrair benefícios privados do controle das diferentes empresas do grupo. Entre eles, a canalização dos fluxos de caixa das empresas onde os controladores possuem baixos direitos sobre esses recursos para as empresas onde eles possuem altos direitos sobre os fluxos de caixa dessas empresas. Portanto, uma justificativa para a estratégia de diversificação em negócios não-relacionados poderia ser o aumento dos direitos dos controladores sobre os fluxos de caixa das diferentes empresas que constituem o grupo. Contudo, esse mecanismo expropriaria os direitos dos acionistas minoritários, conforme evidenciou Khanna (2000), potencializando os conflitos de agência.

Outra interpretação possível para os resultados obtidos com a variável Definido2 pode estar relacionada com o modelo de estrutura de propriedade em leque sugerido por Procianny (2001). Essa estrutura também remete para a forma organizacional de empresa *holding* e tem como principal característica o portfólio diversificado de investimentos em diferentes negócios como forma de redução do risco. Segundo Procianny (2001), esse modelo se caracteriza pela busca por sinergias intra-grupo, em especial, pelas sinergias financeiras, uma vez que cada companhia pertencente ao grupo tem sua administração autônoma. Tais elementos vão ao encontro da ideia central de Manikandan e Ramachandran (2015) de que os grupos empresariais seriam caracterizados pelo portfólio diversificado de negócios e pela forma organizacional multientidade.

As principais evidências em relação ao conjunto de fatores de estrutura de propriedade remetem para o entendimento de que esses sejam fatores importantes que influenciam a direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil. Segundo afirmaram Cainelli e Iacobucci (2011), a estrutura de propriedade e controle são fortes elementos para delinear as fronteiras dos grupos empresariais e compreender as características dessa forma organizacional e de suas estratégias.

Os principais resultados encontrados para os fatores de estrutura de propriedade, representados pelas variáveis Definido1 e Definido2, confirmaram as

suposições teóricas levantadas pelas hipóteses H3a e H3c, respectivamente. Com base nessas constatações, existem indicativos de que a probabilidade dos grupos empresariais em diversificar na direção de negócios não-relacionados, ou continuar dentro dos atuais negócios, portanto, mantendo a estratégia de diversificação relacionada, dependerá de como a estrutura de propriedade do grupo empresarial é estabelecida.

A inclusão das variáveis de controle Tamanho e Oportunidades de Crescimento nos modelos 3, 4, 5 e 6 não resultou em mudanças nos resultados das especificações de nenhum dos modelos testados. Tampouco, essas variáveis apresentaram poder explanatório, ou modificações nos parâmetros e na significância das variáveis independentes inseridas nos modelos de regressão.

Possivelmente, como a amostra foi composta pelos maiores grupos empresariais brasileiros, as variações de tamanho existentes entre esses grupos empresariais não puderam ser capturadas por essa variável. Além disso, os sinais dos coeficientes nos quatro modelos em que a variável tamanho foi incluída apresentaram variações, tornando os resultados inconclusivos e de difícil interpretação.

Os mesmos argumentos podem ser considerados para a variável Oportunidades de Crescimento, que não apresentou significância em nenhum dos quatro modelos testados. Mesmo que o sinal dos coeficientes tenha se mantido igual para as quatro regressões (negativo), os resultados dificultam maiores interpretações.

A inclusão da variável dummy para controlar os modelos por ano não apresentou resultados estatisticamente significativos, tampouco mudança nos resultados das regressões. Isso sinaliza que, durante o período analisado, nenhum ano em especial exerceu influência sobre o comportamento dos fatores utilizados. Uma possível explicação seria em função de o período de tempo escolhido para a realização da estratégia empírica ter sido relativamente curto.

Os resultados encontrados a partir da operacionalização da estratégia empírica, que consistiu na aplicação de seis modelos de regressão probit para identificar os fatores que influenciam a probabilidade da direção da estratégia de diversificação de 51 grupos empresariais brasileiros no período de 2009 a 2014 levantaram um conjunto de evidências. Nesse sentido, as seguintes constatações puderam ser feitas:

Primeiro, mesmo que se tenha o entendimento acerca da heterogeneidade que existe entre os grupos empresariais brasileiros, principalmente porque as indústrias as quais esses grupos operam seus negócios são diferentes, as estratégias corporativas são heterogêneas, os modelos de administração são distintos, as políticas de negócios são independentes, entre outros aspectos, é possível assumir que existe um conjunto de fatores que influencia a probabilidade da direção da diversificação perseguida pelos grupos empresariais no Brasil.

Segundo, as evidências empíricas indicaram que a influência desses fatores afeta de maneira diferente a probabilidade da direção da estratégia de diversificação. Do conjunto de fatores escolhidos para compreender os movimentos estratégicos de diversificação dos grupos empresariais brasileiros (financeiros, operacionais e de estrutura de propriedade), aqueles que foram identificados como exercendo influência sobre a diversificação se manifestaram de forma distinta em relação aos grupos empresariais que perseguem a estratégia de diversificação não-relacionada, relativamente aos grupos que perseguem a estratégia de diversificação relacionada.

Os resultados obtidos sugerem que os fatores de ordem financeira endividamento, *capex* e risco são fatores que exercem influência positiva sobre a probabilidade dos grupos se diversificarem na direção de negócios não-relacionados (negativa sobre a diversificação relacionada). Em outras palavras, grupos empresariais que apresentam maior endividamento, maior volatilidade dos retornos sobre os seus ativos (portanto, maior risco) e maiores níveis de dispêndio de capital são aqueles que, predominantemente, perseguem a estratégia de diversificação não-relacionada.

Para os fatores de ordem operacional, o ativo intangível foi o fator que apresentou influência sobre a direção da diversificação. Nesse caso, apresentando uma relação negativa com a propensão dos grupos que perseguem a diversificação não-relacionada (positiva sobre a diversificação relacionada). Isso significa que os ativos intangíveis estão relacionados preferencialmente com os movimentos em direção a diversificação relacionada. Em consonância com os argumentos da TCT sobre a especificidade dos ativos, os ativos intangíveis seriam ativos considerados “inflexíveis”; portanto, sua utilização seria possível somente em atividades com elevado grau de similaridade.

Finalmente, os fatores de estrutura de propriedade, tanto a estrutura definida composta por um único acionista majoritário com 50% do controle do grupo (Definido1), quanto a estrutura definida formada por um bloco de controle (Definido2) exerceram influência sobre a direção da diversificação. Para a variável Definido1, a relação se mostrou negativa para com a diversificação não-relacionada (positiva com a diversificação relacionada), ao passo que a variável Definido2 apresentou relação positiva com a diversificação não-relacionada (negativa com a diversificação relacionada).

Os resultados para as variáveis de estrutura de propriedade sinalizam que os grupos empresariais controlados por um único acionista majoritário tendem a empreender a estratégia de diversificação em direção a negócios relacionados, dando preferência para os investimentos mais conservadores e que preservem a consolidação da atividade principal do grupo. Além disso, os grupos empresariais com controle mais concentrado privilegiariam os retornos dos seus investimentos no longo prazo, em detrimento de ganhos no curto prazo. Por outro lado, os grupos empresariais com controle compartilhado buscariam projetos de maior rentabilidade, mesmo que mais arriscados, investindo em negócios em outras indústrias, ou a redução do risco do grupo pela diversificação em outras atividades não relacionadas aos atuais negócios.

Terceiro, os fundamentos da teoria da agência e da teoria dos custos de transação fornecem argumentos teóricos consistentes que possibilitam o embasamento para a compreensão dos impactos dos fatores sobre a direção da estratégia de diversificação. Outrossim, é possível identificar que a TA e a TCT se manifestam simultaneamente e podem ser assumidas como teorias complementares, e não concorrentes, que podem ser utilizadas conjuntamente para compreender a estratégia de diversificação de grupos empresariais em economias emergentes como o Brasil.

Resumindo, as evidências obtidas indicaram que existe uma combinação de diferentes fatores que influenciam a estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil, se em negócios não-relacionados, ou em negócios relacionados, bem como possibilitou a compreensão de determinadas características dos grupos empresariais que perseguem essas duas estratégias corporativas. Não obstante, tais fatores se manifestam de maneira distinta em relação a direção da

estratégia de diversificação. Por fim, os fundamentos teóricos da agência e dos custos de transação são arcabouços teóricos pertinentes para o estudo da estratégia de diversificação, fornecendo elementos para sustentar os argumentos dessas manifestações.

A próxima seção apresenta um conjunto de testes adicionais que foram realizados, no intuito de proporcionar maior robustez para os modelos empíricos apresentados nessa etapa.

5.3.2 Análises Adicionais para os Fatores Determinantes da Direção da Diversificação

Com o objetivo de dar maior robustez aos resultados obtidos com os testes empíricos realizados para os seis modelos de regressão probit, essa seção apresenta um conjunto de análises adicionais que foram feitas a partir da aplicação da modelagem econométrica proposta por Cragg (1971). Estudos anteriores que investigaram os determinantes da diversificação utilizando esse modelo foram conduzidos por Berry-Stölzle et al. (2012), Gourlay e Seaton (2004) e Staglianò et al. (2014).

O modelo de Cragg (1971) foi desenvolvido para lidar com as situações em que a variável dependente é limitada. A ideia central do modelo é que existem eventos em que cada observação pode ocorrer, ou não. Se a observação ocorrer, associada a ela existe uma variável aleatória contínua e positiva ($Y > 0$). Além disso, em algumas situações, a probabilidade de ocorrência de determinado evento, e a intensidade do evento, caso ele ocorra, podem não estar intimamente ligados. Inclusive, podem seguir em direções opostas. Isso significa que o modelo de Cragg (1971) assume a existência de uma independência entre os diferentes estágios em sua construção⁴⁶.

⁴⁶ Uma propriedade do modelo de Cragg (1971) é que, diferentemente do modelo de seleção de amostra (HECKMAN, 1979), que relaxa a suposição de que os dois estágios do modelo são independentes, e do modelo tobit (TOBIN, 1958), que restringe a probabilidade e o valor esperado da variável dependente aos mesmos parâmetros das variáveis independentes, o modelo de Cragg combina os modelos de probabilidade (probit) e de valor esperado (truncado) assumindo a existência de independência dos efeitos marginais das variáveis independentes sobre os dois estágios do modelo. Para validar o uso do modelo de Cragg, a partir do pressuposto da existência de independência entre os dois estágios, Lin e Schmidt (1984) propuseram um teste baseado no teste multiplicador de lagrange para verificar a restrição do uso do modelo tobit contra a alternativa proposta por Cragg (1971). Esse teste foi realizado e validou o uso do modelo de Cragg. Para os detalhes sobre a especificação do teste de Lin e Schmidt (1984), ver Greene (2012, p. 893).

O modelo de Cragg (1971) consiste em dois estágios. No primeiro, o modelo estima uma regressão probit, a partir da variável dependente contínua observada, para verificar a probabilidade de ocorrência do evento. No segundo estágio, a partir dos valores positivos observados da variável dependente contínua ($Y > 0$), o modelo estima uma regressão truncada⁴⁷ para verificar a intensidade da ocorrência do evento.

Berry-Stölzle et al. (2012), Gourlay e Seaton (2004) e Staglianò et al. (2014) aplicaram o modelo de Cragg (1971) no contexto da estratégia de diversificação para identificar a decisão das empresas de diversificar (probabilidade) e, a partir da identificação das empresas que decidiram diversificar, qual é a extensão da diversificação (intensidade). No contexto desse trabalho, a aplicação do modelo de Cragg (1971) consistiu na verificação da probabilidade da direção da diversificação (1º estágio do modelo) e, uma vez observada a direção da diversificação, qual a sua intensidade (2º estágio do modelo).

Para operacionalizar o modelo, procedeu-se com a construção da variável dependente contínua para a diversificação não-relacionada (D_NR)⁴⁸ utilizando o coeficiente de entropia – CE desenvolvido por Jacquemin e Berry (1979) e, posteriormente, aplicado por Palepu (1985), em que D_NR pode ser definida como:

$$D_NR = \sum_{i=1}^N P_i \ln(1/P_i) \quad , \quad (5.3.1)$$

onde, N é a i -ésima indústria a qual o grupo empresarial reporta vendas⁴⁹ e P_i é a participação das vendas da i -ésima indústria sobre o total das vendas do grupo

⁴⁷ O truncamento da variável dependente contínua nesse modelo se dá em zero.

⁴⁸ A variável dependente contínua para a diversificação relacionada (D_R) também foi operacionalizada e o mesmo conjunto de procedimentos aplicado. Contudo, optou-se por apresentar somente os resultados considerando a diversificação não-relacionada (D_NR), uma vez que esses testes foram complementares aos principais testes empíricos do trabalho, já apresentados na seção 5.3.1. Os procedimentos completos envolvendo a construção da variável D_R e os resultados auferidos com os testes do modelo de Cragg (1971) para a variável D_R são de posse do autor e podem ser disponibilizados aos leitores mediante solicitação. Os principais resultados obtidos para a D_R corroboraram com as evidências dos testes dos seis modelos de regressão probit aplicados na primeira etapa da estratégia empírica, assim como com os testes de robustez do modelo de Cragg para D_NR .

⁴⁹ Para cálculo do CE, foram coletadas nas DF's dos grupos empresariais as receitas de vendas por segmento operacional considerando o código de 5 dígitos do CNAE 2.0. Posteriormente, essas receitas foram agrupadas dentro de cada indústria, conforme a classificação de 2 dígitos do CNAE 2.0 estabelecida para cada grupo empresarial (mesma classificação feita para a construção da variável dependente binária apresentada no capítulo 4), formando a receita de vendas do grupo por indústria.

empresarial. Em outras palavras, D_NR é a média ponderada da participação das vendas de todas as indústrias que constituem o grupo empresarial.

Portanto, de acordo com o modelo de Cragg (1971), a variável dependente para a direção da diversificação (D_NR) é uma variável contínua, cujo truncamento é feito em zero. Para todo o valor positivo observado de D_NR , o modelo estabelece o primeiro estágio construindo a variável dependente binária (modelo probit) que, nesse caso, é a probabilidade da diversificação não-relacionada. No segundo estágio, a intensidade da diversificação é obtida a partir da modelagem dos valores positivos observados da variável dependente D_NR ⁵⁰ (modelo truncado).

A tabela 4 apresenta os resultados obtidos nas regressões estimadas pelo modelo de Cragg (1971). Nessa fase, foram testados os mesmos seis modelos de regressão aplicados na etapa anterior de testes que estimou as regressões por meio do modelo probit.

De maneira geral, os resultados obtidos no primeiro estágio do modelo de Cragg (1971), que estabeleceu a probabilidade de ocorrência da diversificação não-relacionada a partir dos valores observados da variável dependente contínua D_NR sustentaram os principais resultados encontrados para os determinantes da direção da diversificação quando os modelos foram estimados por meio de regressões probit individualmente. Os fatores de ordem financeira endividamento, *capex* e risco permaneceram significativos e mantiveram a relação positiva com a diversificação não-relacionada.

⁵⁰ No Stata 14.0, as regressões utilizando o modelo de Cragg (1971) são operacionalizadas por meio do comando *churdle* (*Cragg Hurdle Regression*). Maiores detalhes da operacionalização do modelo de Cragg utilizando o Stata também podem ser obtidos em Burke (2009).

Tabela 4: Fatores Determinantes da Direção da Diversificação à Luz do Modelo de Cragg

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6	
	Probit	Truncado	Probit	Truncado	Probit	Truncado	Probit	Truncado	Probit	Truncado	Probit	Truncado
Lucro	-2,80 (-1,10)	0,55 (0,69)	-3,45 (-1,46)	0,75 (0,87)	-2,84 (-1,16)	0,44 (0,58)	-3,40 (-1,48)	0,64 (0,78)	-2,75 (-1,12)	0,46 (0,60)	-3,32 (-1,42)	0,66 (0,79)
Endiv	2,77** (2,46)	-0,51 (-1,28)	3,46** (2,50)	-0,36 (-0,94)	2,77** (2,45)	-0,53 (-1,25)	3,47** (2,54)	-0,38 (-0,91)	2,73** (2,40)	-0,53 (-1,22)	3,44** (2,49)	-0,38 (-0,90)
Capex	2,25* (1,67)	0,57** (2,00)	2,22 (1,63)	0,56* (1,85)	2,22 (1,59)	0,53* (1,68)	2,31* (1,65)	0,52 (1,58)	2,35* (1,65)	0,52 (1,60)	2,41* (1,69)	0,51 (1,50)
Risco	0,01* (1,66)	0,00*** (2,78)	0,02** (2,08)	0,00*** (2,80)	0,01 (1,60)	0,00*** (2,86)	0,02** (2,05)	0,00*** (2,74)	0,01 (1,61)	0,00*** (2,85)	0,02** (2,03)	0,00*** (2,74)
At_físico	0,22 (0,17)	0,15 (0,54)	-0,56 (-0,45)	0,11 (0,37)	0,25 (0,18)	0,18 (0,66)	-0,63 (-0,46)	0,13 (0,43)	0,27 (0,19)	0,18 (0,67)	-0,59 (-0,43)	0,13 (0,43)
Intangível	-2,11* (-1,84)	0,04 (0,13)	-2,97*** (-2,81)	0,00 (0,01)	-2,10* (-1,85)	0,04 (0,11)	-2,99*** (-2,91)	-0,01 (-0,03)	-2,27* (-1,90)	0,04 (0,11)	-3,09*** (-2,93)	-0,00 (-0,01)
Definido1	-0,75* (-1,73)	0,02 (0,21)			-0,73* (-1,73)	0,03 (0,22)			-0,72* (-1,68)	0,03 (0,21)		
Família	-0,18 (-0,42)	0,11 (0,97)	-0,81 (-1,64)	0,08 (0,65)	-0,20 (-0,40)	0,08 (0,66)	-0,79 (-1,46)	0,07 (0,53)	-0,21 (-0,42)	0,09 (0,67)	-0,79 (-1,46)	0,07 (0,55)
Definido2			1,36** (2,32)	0,12 (0,73)			1,38** (2,41)	0,12 (0,70)			1,36** (2,35)	0,12 (0,71)
Tam					-0,01 (-0,08)	-0,02 (-0,48)	0,01 (0,12)	-0,01 (-0,33)	-0,02 (-0,15)	-0,02 (-0,45)	0,00 (0,04)	-0,01 (-0,31)
Crescto					-0,03 (-0,09)	0,09 (0,59)	-0,09 (-0,25)	0,11 (0,67)	-0,05 (-0,13)	0,11 (0,65)	-0,13 (-0,32)	0,13 (0,73)
Intercepto	0,35 (0,40)	0,28* (1,89)	0,14 (0,16)	0,21 (1,16)	0,57 (0,20)	0,69 (0,81)	-0,16 (-0,06)	0,49 (0,55)	0,91 (0,31)	0,72 (0,78)	0,11 (0,04)	0,50 (0,53)
Dummy ano		Não		Não		Não		Não		Sim		Sim
Wald chi2		32,00***		35,49***		37,98***		40,65***		62,87***		61,17***
Log pseudo-verossimilhança		-104,51		-96,84		-103,83		-96,15		-102,61		-95,09
Pseudo R ²		32,1%		37,1%		32,6%		37,6%		33,4%		38,2%
Observações		227		227		227		227		227		227

***, ** e * Indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Variável dependente: Diversificação não-relacionada. As variáveis independentes financeiras e operacionais e as variáveis de controle estão defasadas em 1 período (t-1). As variáveis de estrutura de propriedade estão no período (t). São apresentados os coeficientes (betas) e as estatísticas z (entre parênteses) para a estimação dos parâmetros. Erro-padrão ajustado para 51 clusters.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a variável endividamento, os seis modelos continuaram significativos ao nível de 5% e com sinal positivo dos coeficientes. A variável risco manteve a significância estatística ao nível de 5% para os modelos 2, 4 e 6, e ao nível de 10% para o modelo 1, com sinal positivo para os parâmetros dos coeficientes. Somente o modelo 5, nessa fase de testes, apresentou diferença em relação aos testes da fase anterior, perdendo o poder de explicação. Por outro lado, a variável *capex* apresentou significância ao nível de 10% e com sinal positivo dos coeficientes para os modelos 1, 4, 5 e 6. Nesse sentido, pelo modelo de Cragg, houve uma melhora no poder de explicação dessa variável, uma vez que, para os testes feitos na fase anterior

utilizando o modelo probit individualmente, somente os modelos 1 e 6 haviam apresentado significância para essa variável. Além da melhora dos resultados nessa fase, na medida em que dois dos modelos de regressão adicionais (4 e 5) mostraram-se significativos, também houve a permanência do nível de significância (10%) e do sinal dos coeficientes (positivo) para o *capex*. Novamente, a variável lucro não mostrou poder de explicação para nenhum dos seis modelos, porém manteve o mesmo sinal para os betas (negativo) dos testes anteriores.

Em relação aos fatores de ordem operacional, os resultados obtidos também podem ser interpretados considerando que houve uma sustentação das evidências estabelecidas nos testes anteriores pelo modelo probit. A variável intangível permaneceu significativa e continuou apresentando uma relação negativa com a probabilidade da diversificação não-relacionada para os seis modelos de regressão. Para os modelos 1, 3 e 5 a significância estatística manteve-se ao nível de 10%, da mesma forma que, para os modelos 2, 4 e 6, os coeficientes continuaram significativos a 1%. Assim como ocorreu com a variável lucro para os fatores financeiros, a variável ativos físicos continuou não significativa para nenhum dos seis modelos e apresentou oscilação nos sinais dos betas, mostrando inconsistência.

Por fim, as mesmas associações feitas para os fatores financeiros e operacionais em relação à fase anterior de testes com o modelo probit e os testes realizados por meio do modelo de Cragg (1971) podem ser sublinhadas nessa fase para os fatores relativos à estrutura de propriedade dos grupos empresariais brasileiros.

A variável para controle definido formado por um único acionista controlador (Definido1) manteve significância ao nível de 10% e sinal negativo dos coeficientes para a probabilidade da diversificação não-relacionada nos modelos 1 e 3. Contudo, nessa fase, diferentemente da fase anterior de testes, a regressão do modelo 5 mostrou-se significativa à 10% e com sinal negativo para o coeficiente beta. Novamente, a variável para controle definido formado por um bloco de controle compartilhado (Definido2) mostrou-se robusta e manteve o mesmo nível de significância (5%) e mesmo sinal dos parâmetros dos coeficientes (positivo) para os três modelos os quais ela foi testada (modelos 2, 4 e 6).

O segundo estágio do modelo de Cragg (1971) complementa as análises acerca dos determinantes da diversificação. Nesse estágio, os modelos foram

estimados por meio de regressões truncadas para capturar a extensão da diversificação em diferentes negócios, a partir da identificação de que a probabilidade da diversificação não-relacionada tenha sido observada. Portanto, o segundo estágio do modelo se propôs a identificar qual o impacto dos fatores sobre a intensidade da diversificação não-relacionada, a partir dos valores positivos observados da variável dependente contínua D_{NR} .

Relembrando, uma vez que o modelo de Cragg (1971) assume a existência de independência entre os dois estágios, a influência dos fatores pode ser diferente em relação a probabilidade e a intensidade da direção da estratégia de diversificação dos grupos empresariais brasileiros.

Em linhas gerais, os resultados auferidos no segundo estágio apresentaram baixo poder de explicação para os modelos. Entretanto, para as variáveis independentes que se mostraram significativas, a influência sobre a direção da diversificação se manteve a mesma evidenciada no primeiro estágio dos modelos. Os fatores que apresentaram poder explanatório foram o *capex* e o risco.

O *capex* continuou exercendo uma influência positiva sobre a intensidade da diversificação não-relacionada ao nível de 5% para o modelo 1 e a 10% para os modelos 2 e 3. Entende-se que as possíveis explicações para esses resultados sejam as mesmas identificadas para a probabilidade da direção da diversificação em negócios não-relacionados. Entre um conjunto de argumentos, acredita-se que a diversificação dos grupos empresariais em negócios não-relacionados esteja ligada à maior capacidade que esses grupos têm para oportunizar o acesso a uma maior variedade de recursos estratégicos às suas afiliadas por meio do seu portfólio diversificado de negócios, o que requer investimentos em capital.

Para o fator risco, houve uma significativa melhora do poder de explicação, relativamente ao primeiro estágio dos modelos. O risco se mostrou significativo ao nível de 1% para os seis modelos de regressão truncada e sinal positivo para os coeficientes de regressão. As evidências sugerem que o risco seja efetivamente um fator que influencia tanto a probabilidade da direção da diversificação em negócios não-relacionados, quanto a intensidade com que essa diversificação ocorre.

Além das interpretações já pontuadas para a relação do risco com a probabilidade da diversificação não-relacionada, como, por exemplo, a redução do

risco pela diversificação do portfólio de negócios, uma interpretação para a relação positiva obtida entre o risco e a intensidade da diversificação pode estar relacionada com a diminuição do risco pelo aumento da participação das receitas oriundas de diferentes negócios na composição das receitas consolidadas dos grupos empresariais. Essa estratégia diminuiria a dependência do grupo para com uma principal indústria na formação das receitas, uma vez que, mesmo o grupo operando em diferentes indústrias e, teoricamente, tendo o risco reduzido pela diversificação do portfólio de negócios, caso as receitas ainda estejam muito concentradas em poucos negócios, o risco aumentaria pela dependência de poucas fontes de receitas.

Uma questão observada nos resultados foi a inversão de sinal ocorrido do primeiro para o segundo estágio dos modelos para um conjunto de variáveis independentes. Mesmo que os resultados não tenham apresentado significância estatística para as variáveis que mudaram de sinal, essas trocas nos sinais dos coeficientes indicam a independência entre os dois estágios dos modelos, conforme definiu Cragg (1971).

Foi possível observar que a variável lucro trocou o sinal negativo dos coeficientes no primeiro estágio (probabilidade) para o sinal positivo no segundo estágio (intensidade). Inversamente, a variável endividamento, que apresentou sinal positivo para os coeficientes nas regressões do primeiro estágio, passou a apresentar sinal negativo no segundo estágio. Para a variável intangível, o sinal dos coeficientes no primeiro estágio foi negativo, enquanto no segundo estágio passou a ser positivo. Para as variáveis de estrutura de propriedade Definido1 e família, os sinais passaram de negativos nos coeficientes das regressões probit, para positivos nas regressões truncadas.

Exceto para as variáveis de estrutura de propriedade, as quais não se conseguiu identificar uma justificativa plausível para a mudança de sinal, para as demais variáveis uma explicação possível seria a dependência que os grupos empresariais com diversificação não-relacionada ainda possuem com as operações de negócios em uma principal indústria. Portanto, os grupos que são diversificados em negócios não-relacionados apresentariam características semelhantes às de grupos empresariais com diversificação relacionada, mesmo atuando em indústrias distintas, em função da alta dependência que esses grupos têm em relação aos negócios advindos de uma principal indústria. Nesse sentido, a participação das

vendas de um determinado setor industrial na composição dos negócios do grupo ainda o tornaria altamente concentrado em uma principal indústria. Com isso, provavelmente a influência dos fatores sobre a intensidade da diversificação dos grupos com diversificação não-relacionada possa seguir comportamento semelhante ao dos grupos com a estratégia de diversificação em negócios relacionados, embora não tenha sido possível identificar qual o conjunto de fatores que influencia a extensão da diversificação.

O conjunto de evidências obtidas com os testes realizados nessa etapa adicional de análise reforçou os principais resultados encontrados a partir da operacionalização da estratégia empírica para identificar os fatores determinantes da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil. Os principais resultados obtidos com a aplicação do modelo de Cragg (1971) reforçaram os resultados encontrados nos principais testes e confirmaram o conjunto de fatores que influencia a probabilidade da direção da diversificação de grupos empresariais em negócios não-relacionados (relacionados). Os fatores que influenciam a probabilidade da direção da diversificação, bem como o impacto da relação desses fatores com a direção da diversificação (positivo, negativo) mantiveram-se os mesmos.

Contudo, o modelo de Cragg (1971) permitiu o avanço das análises ao possibilitar a identificação do impacto dos fatores sobre a intensidade da direção da diversificação. Mesmo tendo apresentado maior restrição em termos de poder de explicação para os modelos testados, o segundo estágio do modelo de Cragg identificou que determinados fatores podem seguir direções opostas e impactar de maneira distinta a probabilidade da direção da diversificação de grupos empresariais que perseguem a diversificação não-relacionada (relacionada) e a intensidade dessa diversificação. Portanto, sugerindo que a probabilidade de diversificar em determinada direção e a intensidade com que essa diversificação ocorre sejam estágios independentes da estratégia de diversificação corporativa que merecem ser compreendidos de maneira distinta.

Na sequência, é feita uma síntese dos resultados encontrados com a realização dos testes empíricos frente às hipóteses levantadas, a partir do quadro referencial teórico proposto.

5.4 SÍNTESE DOS RESULTADOS OBTIDOS FRENTE ÀS HIPÓTESES PROPOSTAS

O quadro 5 apresenta o resumo dos resultados obtidos nos testes empíricos para as hipóteses de pesquisa levantadas a partir do quadro referencial teórico desenvolvido no capítulo 3.

Quadro 5 - Resumo dos Resultados Obtidos à Luz das Hipóteses de Pesquisa

Hipótese	Variável	Sinal esperado	Resultado	Observação
H1a	Lucro	indeterminado	(-) Não sig.	Não confirma
H1b	Endividamento	indeterminado	(+) Sig.	Confirma
H1c	Capex	indeterminado	(+) Sig.	Confirma parcialmente (Modelos 1 e 6)
H1d	Risco	+ (Não-relac.) - (Relac.)	(+) Sig.	Confirma parcialmente (Modelos 1, 2, 4, 5 e 6)
H2a	At_físico	- (Não-relac.) + (Relac.)	(+;-) Não sig.	Não confirma
H2b	Intangível	indeterminado	(-) Sig.	Confirma
H3a	Definido1	- (Não-relac.) + (Relac.)	(-) Sig.	Confirma parcialmente (Modelos 1 e 3)
H3b	Família	- (Não-relac.) + (Relac.)	(-) Sig.	Confirma parcialmente (Modelo 2)
H3c	Definido2	+ (Não-relac.) - (Relac.)	(+) Sig.	Confirma

Fonte: Elaborado pelo autor.

A hipótese H1b confirmou uma relação positiva entre a diversificação não-relacionada (negativa para a diversificação relacionada) e o endividamento. A hipótese H1c foi confirmada parcialmente, a partir da relação positiva encontrada entre a variável *capex* e a diversificação não-relacionada nos modelos de regressão 1 e 6. Igualmente, H1d foi confirmada parcialmente. A relação positiva e significativa entre o fator risco e a diversificação não-relacionada (negativa para a diversificação relacionada) foi observada na maioria dos testes (modelos 1, 2, 4, 5 e 6). A hipótese H2b foi confirmada nos seis modelos de regressão para uma relação negativa com a diversificação não-relacionada (positiva com a diversificação relacionada). As hipóteses H3a e H3b foram confirmadas parcialmente. A variável Definido1 apresentou relação negativa com a diversificação não-relacionada para os modelos 1 e 3, enquanto a variável família apresentou relação negativa com a diversificação não-relacionada somente para o modelo 2. Finalmente, H3c foi confirmada para os três modelos testados (modelos 2, 4 e 6).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como principal objetivo investigar os fatores determinantes da direção da estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil. A partir da literatura prévia sobre as diferentes abordagens acerca da estratégia de diversificação, identificou-se que as pesquisas sobre diversificação no Brasil ainda são pouco difundidas. Apesar do avanço ocorrido nas investigações sobre a estratégia de diversificação de grupos empresariais em economias emergentes (KHANNA e PALEPU, 1997; 1999b; 2000a; 2000b; HOSKISSON et al., 2005, entre outros), no Brasil, a abordagem da estratégia de diversificação de grupos empresariais ainda necessita de um maior aprofundamento.

Com base nesses elementos, a lacuna de pesquisa identificada por este trabalho consistiu na carência de investigações que tratam da direção da estratégia de diversificação e na ausência de entendimento acerca dos fatores que influenciam a escolha da direção da diversificação de grupos empresariais em economias emergentes como no Brasil.

Embora os estudos tenham avançado na discussão dos determinantes da diversificação (BERRY-STÖLZLE et al., 2012; CHATTERJEE e WERNERFELT, 1991; GOURLAY e SEATON, 2004; MAJUMDAR e SEN, 2006; RAMASWAMY et al., 2004; STAGLIANÒ et al., 2014; entre outros), bem como algumas iniciativas procuraram evoluir nas discussões das estratégias de grupos empresariais no Brasil (RABELO, 1996; BONELLI, 1998; SIQUEIRA, 2000; ALDRIGHI e POSTALI, 2010); RUIZ, 2012 e COSTA et al., 2013), ainda não se tem maiores evidências sobre os fatores que influenciam a estratégia de diversificação de grupos empresariais brasileiros que escolhem pela diversificação em direção a negócios relacionados ou não-relacionados à sua principal atividade.

A partir da identificação da lacuna, a seguinte pergunta de pesquisa foi desenvolvida: Quais são os fatores determinantes da estratégia de diversificação de grupos empresariais brasileiros que perseguem a diversificação não-relacionada, ou que perseguem a diversificação relacionada, e como os fatores influenciam a direção da diversificação?

As teorias da agência (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1986) e dos custos de transação (WILLIAMSON, 1975;

1979; 1985) formaram a base teórica para sustentar os pressupostos do trabalho. Em consonância com essas duas teorias, um conjunto de hipóteses foi desenvolvida para fundamentar a discussão teórica e viabilizar a investigação empírica.

Tendo como base o entendimento de que o grupo empresarial é uma forma organizacional caracterizada por estrutura de propriedade e controle comuns, composta por multientidades e detentora de um portfólio diversificado de negócios (CAINELLI e IACOBUCCI, 2011; MANIKANDAN e RAMACHANDRAN, 2015), foi definida para empreender a estratégia empírica uma amostra de 51 grupos empresariais no período de 2009 a 2014, de acordo com o ranking dos 200 maiores grupos empresariais brasileiros, publicado pelo anuário Valor Grandes Grupos.

A partir do pressuposto que existem fatores que exercem influência sobre a escolha da direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil, foi definido um conjunto de fatores de ordem financeira, operacional e de estrutura de propriedade como os potenciais determinantes da direção da diversificação. Uma vez que o interesse da pesquisa esteve na direção da diversificação, a variável dependente foi definida como binária, com valor igual a 1 para os grupos empresariais que operam negócios em duas ou mais indústrias distintas (diversificação não-relacionada) e zero para os grupos empresariais com negócios em apenas 1 indústria (diversificação relacionada).

Seis modelos de regressão probit foram desenvolvidos e aplicados para operacionalizar os principais testes empíricos. Tais modelos permitiram capturar a influência de fatores financeiros, operacionais e de estrutura de propriedade sobre a probabilidade da diversificação de grupos empresariais em direção a negócios relacionados ou não-relacionados.

As evidências empíricas sugeriram que determinados fatores exercem influência sobre a probabilidade da direção da estratégia de diversificação empreendida por grupos empresariais no Brasil. Os principais resultados encontrados indicaram que fatores financeiros como endividamento, risco e dispêndio de capital exercem influência positiva sobre a probabilidade dos grupos que escolhem a diversificação não-relacionada (negativa sobre a diversificação relacionada). Tais resultados permitiram inferir que os grupos empresariais que perseguem a diversificação não-relacionada poderiam estar buscando essa estratégia como forma de reduzirem o risco pela diversificação do portfólio de negócios. Igualmente, como

esses grupos geralmente são grandes organizações bem estabelecidas em seus mercados, a possibilidade de terem maior acesso aos mercados financeiro e de capitais permite que eles consigam financiar suas estratégias por meio de endividamento. Ainda, a diversidade de negócios das suas empresas afiliadas sugere que possa existir uma maior alocação de investimentos de capital nas diferentes operações pertencentes ao grupo empresarial.

Entre os fatores de ordem operacional, o principal resultado foi obtido para a variável intangível. As principais evidências remeteram para uma relação negativa entre ativos intangíveis e a diversificação não-relacionada. Tais evidências sugerem que, em consonância com os pressupostos da TCT, recursos intangíveis como capital humano, P&D, entre outros, seriam mais característicos de grupos com diversificação relacionada, uma vez que a especificidade desses ativos faria com que sua utilização fosse restrita a um conjunto de negócios similares.

Os resultados para os fatores de estrutura de propriedade sugeriram uma maior propensão de os grupos empresariais com controle acionário concentrado nas mãos de um único acionista controlador serem grupos que privilegiam a estratégia de diversificação relacionada. Grupos dessa natureza, comumente administrados pelo principal acionista integrante da família controladora, buscariam concentrar seus negócios em torno da principal atividade do grupo. Em conformidade com os fundamentos da TA, grupos com diversificação relacionada se utilizariam de mais mecanismos de controle para diminuir as ações discricionárias dos executivos. Por outro lado, grupos com estrutura de propriedade composta por um bloco de controle compartilhado tendem a perseguir a diversificação em negócios não-relacionados. Geralmente, esses grupos empresariais possuem um conjunto de acionistas controladores que privilegiariam os investimentos em diferentes negócios como forma de exercer o direito sobre os fluxos de caixa das diferentes empresas que controlam, além de perseguirem estratégias mais arriscadas de negócios.

A partir dos argumentos teóricos desenvolvidos e do conjunto de evidências empíricas encontradas, entende-se que os resultados tenham avançado no sentido de preencher a lacuna de pesquisa identificada por esse trabalho. Portanto, considera-se que a pergunta de pesquisa tenha sido respondida e os objetivos alcançados. Efetivamente, os resultados evidenciaram que fatores como dívida, risco, dispêndio de capital, ativos intangíveis e controle acionário influenciam a probabilidade da

escolha da direção da diversificação e podem ser considerados como determinantes da decisão de grupos empresariais em permanecerem focados no negócio principal, ou investirem na direção de outros negócios em novos mercados não relacionados às suas atuais atividades.

Não obstante, os fatores que influenciam a estratégia de diversificação se manifestam de maneira diferente dependendo da direção da diversificação. Fatores como endividamento, risco, *capex* e controle acionário exercido por um bloco de controle compartilhado influenciam positivamente a probabilidade da escolha da diversificação não-relacionada, mas negativamente a diversificação relacionada. Por outro lado, fatores como ativos intangíveis e controle acionário nas mãos de um único acionista controlador influenciam negativamente a diversificação não-relacionada, porém sua influência é positiva sobre a probabilidade da diversificação relacionada.

Com base nesses achados, entende-se que as seguintes contribuições tenham sido trazidas por esse trabalho: Primeiro, o enriquecimento da literatura no campo da estratégia corporativa no Brasil, a partir do avanço no conteúdo sobre a estratégia de diversificação, com ênfase na investigação sobre a direção da diversificação. Segundo, a abordagem da estratégia de diversificação corporativa a partir do foco nos fatores determinantes da direção da diversificação. Terceiro, o avanço no entendimento sobre os grupos empresariais, que a partir do momento em que foram utilizados como unidade de análise permitiu uma maior compreensão de temas relacionados a estrutura organizacional e a estratégia corporativa.

Finalmente, o trabalho permitiu que as teorias da agência e dos custos de transação pudessem ser analisadas sob a perspectiva da sua incidência conjunta na abordagem da estratégia de diversificação. Geralmente abordadas individualmente pelo *mainstream* da literatura que analisa a diversificação corporativa, a TA e a TCT foram utilizadas conjuntamente para sustentar os argumentos trazidos pelo trabalho.

Nesse sentido, as evidências sugeriram que as duas teorias podem ser complementares e não substitutas. Conforme afirmou Williamson (1988), embora partam de pressupostos distintos, ambas as teorias apresentam pontos convergentes que possibilitam o entendimento do tema, tais como: (1) A discricionariedade administrativa, que pela TCT está relacionada a questão da racionalidade limitada e do oportunismo dos agentes, e pela TA diz respeito ao risco moral e a seleção adversa oriunda do comportamento do agente; e (2) a contratação eficiente, que para ambas

as teorias parte dos problemas que ocorrem em função das relações contratuais serem incompletas (adquirir no mercado X fazer internamente; contratação principal X agente). A questão central é que a contratação eficiente minimiza os conflitos de agência entre agente e principal (TA) e reduz os custos de transação (TCT).

Portanto, não há indícios de que um dos pressupostos teóricos seja dominante sobre determinada estratégia de diversificação de grupos empresariais no Brasil. Os testes empíricos para identificar a influência dos fatores sobre a direção da diversificação identificaram que tanto a TA, quanto a TCT, estão presentes e se manifestam concomitantemente em ambas as direções da estratégia de diversificação.

Em resumo, acredita-se que o trabalho tenha atingido seu propósito de contribuir para o avanço de uma das áreas dos estudos em estratégia corporativa ainda pouco difundida no país, a estratégia de diversificação. A partir da aproximação dos fundamentos teóricos da agência e dos custos de transação, entende-se que se tenha avançado no entendimento da influência dos fatores determinantes sobre a direção da diversificação de grupos empresariais no Brasil, abrindo novas perspectivas para o entendimento dessa forma organizacional e de suas estratégias corporativas.

6.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

O trabalho se deparou com um conjunto de limitações. Inicialmente, cabe ressaltar o cuidado que se deve ter com a generalização do conjunto de evidências levantadas ao longo dessa pesquisa. Os resultados obtidos pelo trabalho limitam-se ao contexto brasileiro.

Outrossim, os resultados dizem respeito a uma amostra de grupos empresariais com características específicas, tais como: (a) Companhias abertas com ações negociadas em bolsa; e (b) pertencentes a um ranking estabelecido por um veículo de comunicação privado, o que pode trazer alguma limitação em relação à classificação dessas companhias como, efetivamente, os maiores grupos do Brasil. Portanto, deve-se considerar com cautela as evidências encontradas nessa pesquisa, pois elas podem não ser extensivas aos demais grupos empresariais que atuam no país, ou em outras economias emergentes.

Um ponto importante a ser destacado é que, por ser uma pesquisa desenvolvida no campo da estratégia, a heterogeneidade das entidades que compuseram a unidade de análise deve ser levada em consideração nas interpretações dos resultados. Mesmo que as evidências empíricas possam sinalizar determinados padrões entre os grupos empresariais estudados, não se pode assumir que esse seja o padrão de comportamento de todos os grupos empresariais que adotaram o mesmo tipo de estratégia de diversificação.

A utilização de dados contábeis para a construção de parte das variáveis independentes utilizadas na estratégia empírica também pode ser considerada como uma limitação da pesquisa, uma vez que os dados contábeis podem conter problemas na sua evidenciação.

Outra restrição pode estar relacionada com a escolha das variáveis para representar os fatores determinantes da direção da diversificação. As variáveis escolhidas podem não refletir os indicadores mais apropriados para representar os determinantes da direção da diversificação.

Finalmente, outra limitação do estudo foi a não inclusão de uma ou mais variáveis para analisar o fator mercado. A inclusão de uma variável para mensurar a participação de mercado do grupo dentro da (s) indústria (s) em que atua possibilitaria a análise de uma dimensão importante para a estratégia de diversificação dos grupos empresariais, o mercado de atuação. Para essa última restrição, a dificuldade esteve na disponibilidade de dados para instrumentalizar essa variável.

6.2 OPORTUNIDADES DE PESQUISAS FUTURAS

Uma oportunidade de avanço na pesquisa reside no fato de estudar o comportamento de grupos empresariais que mudaram a direção da estratégia de diversificação ao longo do tempo. Acredita-se que deva haver um conjunto de motivações para um grupo empresarial que, inicialmente, empreendeu a estratégia de diversificação relacionada mudar de estratégia, seguindo para a diversificação não-relacionada. Os fatores são os mesmos? Que fatores influenciam essa mudança estratégica?

Outra oportunidade de pesquisa recai sobre a possibilidade de investigar a estratégia de reorientação para o foco (*refocusing*), que muitos grupos empresariais acabam adotando em economias emergentes, conforme apontamentos feitos por

Hoskisson et al. (2005) e Hoskisson et al. (2000). Que fatores levariam um grupo com estratégia de diversificação não-relacionada a retornar para o foco principal, voltando a concentrar suas atividades em apenas um negócio principal?

A análise do desempenho dos grupos empresariais em função da escolha da direção da diversificação também é uma oportunidade de pesquisa. Grupos que perseguem a estratégia de diversificação relacionada teriam melhor desempenho do que grupos com diversificação não-relacionada, ou o contrário? Existem correntes teóricas que defendem ambas as situações. No caso específico dos grupos empresariais brasileiros, essa seria uma contribuição importante para o avanço do entendimento dessas estratégias, bem como seria uma oportunidade para a identificação do desempenho dos grupos empresariais.

Estudar os grupos empresariais fazendo a segregação por setor industrial também pode ser uma possibilidade de avanço sobre esse trabalho. Na medida que existe heterogeneidade entre os grupos empresariais pesquisados, os diferentes setores industriais os quais os grupos operam negócios podem influenciar suas estratégias de diversificação. Especificamente nesse trabalho, o pesquisador se deparou com a dificuldade em solucionar o problema de como operacionalizar essa situação, principalmente em função de a maior parte da amostra ser composta por grupos empresariais com diversificação não-relacionada, ou seja, estarem presentes em mais de uma indústria.

A ampliação do horizonte de tempo para os testes empíricos também pode ser uma oportunidade para qualificar os resultados e ampliar as evidências da influência dos fatores sobre a direção da diversificação.

Outra oportunidade reside na ampliação do número de grupos empresariais na amostra. Caso seja possível obter dados para um número maior de grupos empresariais, seja pela modificação de determinadas variáveis independentes, que permita que mais informações sejam obtidas a partir das atuais bases de dados, seja pela viabilização de outras bases de dados que possibilitem a ampliação da coleta de dados, é provável que ocorra uma qualificação dos resultados e uma maior capacidade de explicação para as evidências da pesquisa.

Também poderia ser feita uma pesquisa focando na qualificação das diferentes composições da estrutura de propriedade dos grupos empresariais, a partir da

identificação da participação de acionistas externos, investidores institucionais, participação do governo no controle, fundos de pensão, investidores estrangeiros, administradores com participação acionária, etc., de forma que se tenha um melhor entendimento sobre a influência das diferentes estruturas de propriedade e controle sobre a estratégia de diversificação.

Por fim, investigar novos fatores determinantes para a direção da estratégia de diversificação permitirá a ampliação do entendimento sobre o conjunto de elementos que influencia a direção da diversificação de grupos empresariais em economias emergentes com a brasileira.

REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R. K.; SAMWICK, A. A. (2003). *Why do Managers Diversify their Firms? Agency Reconsidered*. **Journal of Finance**, 58(1), 71–118.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. (1996). *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 31(3), 377 – 397.
- AHN, S. C.; LOW, S. (1996). *A Reformulation of The Hausman Test for Regression Models with Pooled Cross-Section Time-Series Data*. **Journal of Econometrics**, 71(1/2), 309–319.
- AKERLOF, G. (1970). *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. **The Quarterly Journal of Economics**, 83(3), 488–500.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. (1972). *Production, Information Costs, and Economic Organization*. **The American Economic Review**, 62(5), 777–795.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S. (2010). *Business groups in Brazil*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 353–386). New York: Oxford University Press.
- ALMEIDA, H. V.; WOLFENZON, D. (2006). *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*. **Journal of Finance**, 61(6), 2637–2680.
- ALMEIDA, H. V.; PARK, S. Y.; SUBRAHMANYAM, M. G.; WOLFENZON, D. (2011). *The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols*. **Journal of Financial Economics**, 99(2), 447–475.
- AMIHUD, Y.; LEV, B. (1981). *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*. **The Bell Journal of Economics**, 12(2), 605–617.
- AMIHUD, Y.; LEV, B. (1999). *Does Corporate Ownership Structure Affect Its Strategy Towards Diversification?* **Strategic Management Journal**, 20, 1063–1069.
- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. (2011). **Estatística Aplicada à Administração e Economia** (2a Edição). São Paulo: Cengage Learning.
- ANSOFF, I. H. (1957). *Strategies for Diversification*. **Harvard Business Review**, 35(5), 113–124.
- ARELLANO, M. (1993). *On The Testing of Correlated Effects with Panel Data*. **Journal**

of Econometrics, 59(1/2), 87–97.

BARTON, S. L. (1988). *Diversification Strategy and Strategy Systematic Risk: Another Look*. *Academy of Management Journal*, 31(1), 166–175.

BERGER, P. G.; OFEK, E. (1995). *Diversification's Effect on Firm Value*. *Journal of Financial Economics*, 37, 39–65.

BERGER, P. G.; OFEK, E. (1996). *Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms*. *Journal of Finance*, 51(4), 1175–1200.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. (1932). *The Modern Corporation & Private Property* (Seventh pr). New Jersey: Transaction Publishers.

BERRY-STÖLZLE, T. R.; LIEBENBERG, A. P.; RUHLAND, J. S.; SOMMER, D. W. (2012). *Determinants of Corporate Diversification: Evidence from the Property-Liability Insurance Industry*. *Journal of Risk and Insurance*, 79(2), 381–413.

BETTIS, R. A. (1981). *Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms*. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379–393.

BILLET, M. T.; MAUER, D. C. (2000). *Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking Stock*. *Journal of Banking and Finance*, 24, 1457–1490.

BONELLI, R. (1998). *As Estratégias dos Grandes Grupos Industriais Brasileiros nos Anos 90* (No. ISSN 1415-4765). Rio de Janeiro.

BOYD, B. K.; HOSKISSON, R. E. (2010). *Corporate Governance of Business Groups*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. *The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 670–695). New York: Oxford University Press.

BURKE, W. J. (2009). *Fitting and Interpreting Cragg's Tobit Alternative Using Stata*. *The Stata Journal*, 9(4), 584–592.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. (1998). *Stockholder–Manager Conflicts and Firm Value*. *Financial Analysts Journal*, 54(3), 14–30.

CAINELLI, G.; IACOBUCCI, D. (2011). *Business Groups and the Boundaries of the Firm*. *Management Decision*, 49(9), 1549–1573.

CAMPA, J. M.; KEDIA, S. (2002). *Explaining the Diversification Discount*. *Journal of Finance*, 57(4), 1731–1762.

- CAMPELLO, M. (2002). *Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy*. **Journal of Finance**, 57(6), 2773–2805.
- CAMPOS, T. L. C. (2006). Estrutura de Propriedade e Desempenho Econômico: Uma Avaliação Empírica para as Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, 41(4), 369–380.
- CARNEY, M.; GEDAJLOVIC, E. R.; HEUGENS, P. P. M. A. R.; VAN ESSEN, M.; VAN OOSTERHOUT, J. (2011). *Business Group Affiliation, Performance, Context, and Strategy: A Meta-Analysis*. **Academy of Management Journal**, 54(3), 437–460.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. (2004). Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos nas Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, 39(4), 348–361.
- CARVALHO, T. F.; MAIA, M. V.; BARBEDO, C. H. D. S. (2012). O Efeito da Diversificação no Valor das Empresas Listadas em Bolsa no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**, 13(1), 87–109.
- CHANDLER, A. D. (1962). **Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise**. Cambridge: MIT Press.
- CHANDLER, A. D. (1994). **Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism** (Third pr). Cambridge, MA: Harvard University Press.
- CHANG, S. J.; CHOI, U. (1988). *Strategy, Structure, and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Costs Approach*. **The Journal of Industrial Economics**, 37(2), 141–158.
- CHATTERJEE, S. (1990). *Excess Resources, Utilization Costs, and Mode of Entry*. **Academy of Management Journal**, 33(4), 780–800.
- CHATTERJEE, S.; SINGH, J. (1999). *Are Tradeoffs Inherent in Diversification Moves? A Simultaneous Model for Type of Diversification and Mode of Expansion Decisions*. **Management Science**, 45(1), 25–41.
- CHATTERJEE, S.; WERNERFELT, B. (1988). *Related or Unrelated Diversification: A Resource Based Approach*. **Academy of Management Proceedings**, 7–11.
- CHATTERJEE, S.; WERNERFELT, B. (1991). *The Link between Resources and Type*

- of Diversification: Theory and Evidence. Strategic Management Journal*, 12, 33–48.
- CHUNG, C. N.; MAHMOOD, I. (2010). *Business Groups in Taiwan. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 180–209). New York: Oxford University Press.
- COASE, R. (1937). *The Nature of the Firm. Economica*, 4(16), 386–405.
- COLPAN, A. M.; HIKINO, T. (2010). *Foundations of Business Groups: Towards an Integrated Framework. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 15–66). New York: Oxford University Press.
- COSTA, M.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. (2013). Influência da Conexão Política na Diversificação dos Grupos Empresariais Brasileiros. *Revista de Administração de Empresas*, 53(4), 376–387.
- CRAGG, J. (1971). *Some Statistical Models for Limited Dependent Variables with Application to the Demand for Durable Goods. Econometrica*, 39(5), 829–844.
- DELIOS, A.; MA, X. (2010). *Diversification Strategy and Business Groups. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 717–742). New York: Oxford University Press.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K. (1997). *Managerial Incentives and Corporate Diversification Strategies. Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 72–80.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. (1997). *Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. Journal of Finance*, 52(1), 135–160.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. (1999). *Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies. Strategic Management Journal*, 20(11), 1071–1076.
- DURBIN, J. (1970). *Testing for Serial Correlation in Least-Squares Regression when some of the Regressors are Lagged Dependent Variables. Econometrica*, 38(3), 410–421.
- EISENHARDT, K. M. (1989). *Agency Theory: An Assessment and Review. Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- FAMA, E. F. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.

- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. (1983). *Separation of Ownership and Control*. **Journal of Law and Economics**, 26(2), 301–325.
- FILATOTCHEV, I.; NAKAJIMA, C. (2010). *Internal and External Corporate Governance: An Interface between an Organization and Its Environment*. **British Journal of Management**, 21(3), 591–606.
- FRACCHIA, E.; MESQUITA, L.; QUIROGA, J. (2010). *Business Groups in Argentina*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 325–352). New York: Oxford University Press.
- GHEMAWAT, P.; KHANNA, T. (1998). *The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies*. **The Journal of Industrial Economics**, 46(1), 35–61.
- GIBBS, P. A. (1993). *Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow*. **Strategic Management Journal**, 14, 51–68.
- GOURLAY, A.; SEATON, J. (2004). *The Determinants of Firm Diversification In UK Quoted Companies*. **Applied Economics**, 36(18), 2059–2071.
- GRANOVETTER, M. (1995). *Coase Revisited: Business Groups in the Moderns Economy*. **Industrial and Corporate Change**, 4(1), 93–130.
- GREENE, W. H. (2012). **Econometric Analysis**. Prentice Hall (7th ed.). New York: Prentice-Hall.
- GRZEBIELUCKAS, C.; MARCON, R.; ALBERTON, A. (2013). A Estratégia de Diversificação e Performance: O Caso das Companhias Abertas no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**, 14(2), 99–126.
- GUILLÉN, M. F. (2000). *Business Groups in Emerging Economies: a Resource-Based View*. **Academy of Management Journal**, 43(3), 362–380.
- GUILLÉN, M. F. (2010). *Capability Building in Business Groups*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 743–762). New York: Oxford University Press.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. (2008). **Econometria Básica** (5a Edição). Porto Alegre: McGraw Hill.

- HAKO, B. (1972). *Strategies for Diversification*. **Long Range Planning**, 5(3), 65–69.
- HAUSMAN, J. A. (1978). *Specification Tests in Econometrics*. **Econometrica**, 46(6), 1251–1271.
- HAUSMAN, J. A.; TAYLOR, W. E. (1981). *Panel Data and Unobservable Individual Effects*. **Econometrica**, 49(6), 1377–1398.
- HECKMAN, J. J. (1979). *Sample Selection Bias as a Specification Error*. **Econometrica**, 47(1), 153–161.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. (1999). **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas S.A.
- HOECHLE, D. (2007). *Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence*. **The Stata Journal**, 7(3), 281–312.
- HOSHINO, T. (2010). *Business Groups in Mexico*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 424–455). New York: Oxford University Press.
- HOSKISSON, R. E.; EDEN, L.; LAU, C. M.; WRIGHT, M. (2000). *Strategy in Emerging Economies*. **Academy of Management Journal**, 43(3), 249–267.
- HOSKISSON, R. E.; JOHNSON, R. A.; TIHANYI, L.; WHITE, R. E. (2005). *Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies*. **Journal of Management**, 31(6), 941–965.
- HOSKISSON, R. O.; JOHNSON, R. A. (1992). *Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and R&D Intensity*. **Strategic Management Journal**, 13, 625–634.
- HUBBARD, R. G.; PALIA, D. (1999). *A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View*. **Journal of Finance**, 54(3), 1131–1152.
- JACQUEMIN, A. P.; BERRY, C. H. (1979). *Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth*. **Journal of Industrial Economics**, 27(4), 359–369.
- JENSEN, M. C. (1983). *Organization Theory and Methodology*. **The Accounting Review**, 58(2), 319–339.
- JENSEN, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and*

Takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323–329.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

JENSEN, M. C.; WARNER, J. B. (1988). *The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. Journal of Financial Economics*, 20, 3–24.

JIRAPORN, P.; KIM, Y. S.; DAVIDSON, W. N.; SINGH, M. (2006). *Corporate Governance, Shareholder Rights and Firm Diversification: An Empirical Analysis. Journal of Banking and Finance*, 30(3), 947–963.

JONES, G. R.; HILL, C. W. L. (1988). *Transaction Cost Analysis of Strategy Structure Choice. Strategic Management Journal*, 9(2), 159–172.

KEARNEY, C. (2012). *Emerging Markets Research: Trends, Issues and Future Directions. Emerging Markets Review*, 13(2), 159–183.

KHANNA, T. (2000). *Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions. European Economic Review*, 44(4-6), 748–761.

KHANNA, T.; PALEPU, K. (1997). *Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets. Harvard Business Review*, (July-August), 41–51.

KHANNA, T.; PALEPU, K. (1999a). *Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance.*

KHANNA, T.; PALEPU, K. (1999b). *Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India. Journal of Economics & Management Strategy*, 8(2), 271–310.

KHANNA, T.; PALEPU, K. (1999c). *The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets. Harvard Business Review*, (July-August), 125–134.

KHANNA, T.; PALEPU, K. (2000a). *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. Journal of Finance*, 55(2), 867–891.

KHANNA, T.; PALEPU, K. (2000b). *The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile. Academy of Management Journal*, 43(3),

268–286.

KHANNA, T.; PALEPU, K. (2010). *Winning in Emerging Markets: A Road Map for Strategy and Execution*. Boston, Massachusetts: Harvard Business Press.

KHANNA, T.; RIVKIN, J. W. (2001). *Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets*. *Strategic Management Journal*, 22, 45–74.

KHANNA, T.; RIVKIN, J. W. (2006). *Interorganizational Ties and Business Group Boundaries: Evidence from an Emerging Economy*. *Organization Science*, 17(3), 333–352.

KHANNA, T.; YAFEH, Y. (2005). *Business Groups and Risk Sharing around the World*. *Journal of Business*, 78(1), 301–340.

KHANNA, T.; YAFEH, Y. (2007). *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?* *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331–372.

KIM, H. (2010). *Business Groups in South Korea*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. *The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 157–179). New York: Oxford University Press.

KOCHHAR, R. (1996). *Explaining Firm Capital Structure: the Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics*. *Strategic Management Journal*, 17, 713–728.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999). *Corporate Ownership around the World*. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (2000). *Investor Protection and Corporate Governance*. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27.

LAMONT, O. (1997). *Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets*. *Journal of Finance*, 52(1), 83–109.

LANG, L. H. P.; STULZ, R. M. (1994). *Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance*. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248 – 1280.

LANGLOIS, R. N. (2010). *Economic Institutions and the Boundaries of Business Groups*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. *The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 629–648). New York: Oxford University Press.

LEFF, N. H. (1976). *Capital Markets in the Less Developed Countries: The Group*

Principle. In: MCKINNON, R. I. **Money and Finance in Economic Growth and Development: Essays In Honor Of Edward S. Shaw** (pp. 97–126). New York: Marcel Dekker, INC.

LEFF, N. H. (1978). *Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups*. **Economic Development and Cultural Change**, 26(4), 661–675.

LEFORT, F. (2010). *Business Groups in Chile*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 387–423). New York: Oxford University Press.

LEONTIADES, M. (1983). *Acquisitions, Divestments, Liquidations, and Change*. In: LEONTIADES, M. **Policy, Strategy, and Implementation: Readings and Cases** (pp. 333–374). New York: Random House, INC.

LEONTIADES, M. (1986). *The Rewards of Diversifying into Unrelated Businesses*. **The Journal of Business Strategy**, 6(4), 81–87.

LI, M.; RAMASWAMY, K.; PETITT, B. S. (2006). *Business Groups and Market Failures: A Focus on Vertical and Horizontal Strategies*. **Asia Pacific Journal of Management**, 23(4), 439–452.

LI, Q.; STENGOS, T. (1992). *A Hausman Specification Test Based on Root-N-Consistent Semiparametric Estimators*. **Economics Letters**, 40(2), 141–146.

LIM, E. N. K.; DAS, S. S.; DAS, A. (2009). *Diversification Strategy, Capital Structure, and the Asian Financial Crisis (1997-1998): Evidence from Singapore Firms*. **Strategic Management Journal**, 30, 577–594.

LIN, T. F.; SCHMIDT, P. (1984). *A Test of the Tobit Specification against an Alternative Suggested By Cragg*. **The Review of Economics and Statistics**, 66(1), 174–177.

MAJUMDAR, S. K.; SEN, K. (2006). *The Costs of Agency: Debt Composition and Diversification in Indian Industry* (Paper N. 18).

MANIKANDAN, K. S.; RAMACHANDRAN, J. (2015). *Beyond Institutional Voids: Business Groups, Incomplete Markets, and Organizational Form*. **Strategic Management Journal**, 36(4), 598–617.

MARKIDES, C. C.; WILLIAMSON, P. J. (1994). *Related Diversification, Core*

Competences and Corporate Performance. Strategic Management Journal, 15, 149–165.

MARTÍNEZ CAMPILLO, A.; FERNÁNDEZ GAGO, R. (2009). *¿Qué Factores Determinan La Decisión De Diversificar? El Caso De Las Empresas Españolas (1997–2001). Investigaciones Europeas de Dirección Y Economía de La Empresa*, 15(1), 15–28.

MENDES-DA-SILVA, W. (2005). Efeitos da Estratégia de Diversificação sobre o Valor e a Performance Financeira de Indústrias Brasileiras. *Alcance*, 12(1), 79–98.

MILLER, D. J. (2004). *Firms' Technological Resources and the Performance Effects of Diversification: A Longitudinal Study. Strategic Management Journal*, 25(11), 1097–1119.

MONTGOMERY, C. A. (1982). *The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence. Academy of Management Journal*, 25(2), 299–307.

MONTGOMERY, C. A. (1994). *Corporate Diversification. Journal of Economic Perspectives*, 8(3), 163–178.

MONTGOMERY, C. A.; HARIHARAN, S. (1991). *Diversified Expansion By Large Established Firms. Journal of Economic Behavior & Organization*, 15(1), 71–89.

MONTGOMERY, C. A.; SINGH, H. (1984). *Diversification Strategy and Systematic Risk. Strategic Management Journal*, 5, 181–191.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (1988). *Management Ownership and Market Valuation. Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

NICOLI JR., J.; FUNCHAL, B. (2013). O Efeito da Diversificação Corporativa na Estrutura de Capital das Firms Brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças*, 24(62), 154–161.

PALEPU, K. (1985). *Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure. Strategic Management Journal*, 6(3), 239–255.

PALICH, L. E.; CARDINAL, L. B.; MILLER, C. C. (2000). *Curvilinearity in the*

*Diversification-Performance Linkage: An Examination of over Three Decades of Research. **Strategic Management Journal**, 21(2), 155–174.*

PERRY, M. K. (1989). *Vertical Integration: Determinants and Effects. In: SCHMALENSEE, R.; WILLIG, R. D. **Handbook of Industrial Organization** (Volume I, pp. 185–255). New York: Elsevier Science Publishers D.V.*

PROCIANOY, J. L. (2001). *Brazil Company Partnership Models. **International Review of Financial Analysis**, 10, 307–322.*

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBARGER, A. (2004). A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, 58(1), 121–146.

RABELO, F. M. (1996). Proposta de Metodologia para Análise dos Grupos Econômicos. **Revista de Administração de Empresas**, 36(2), 26–33.

RAMANUJAM, V.; VARADARAJAN, P. (1989). *Research on Corporate Diversification: a Synthesis. **Strategic Management Journal**, 10, 523–551.*

RAMASWAMY, K.; LI, M.; PETITT, B. S. (2012). *Why Do Business Groups Continue To Matter? A Study of Market Failure and Performance among Indian Manufacturers. **Asia Pacific Journal of Management**, 29, 643–658.*

RAMASWAMY, K.; LI, M.; PETITT, B. S. P. (2004). *Who Drives Unrelated Diversification? A Study of Indian Manufacturing Firms. **Asia Pacific Journal of Management**, 21, 403–423.*

ROGERS, P.; MENDES-DA-SILVA, W.; MENDES DE PAULA, G. (2008). Diversificação e Desempenho em Empresas Industriais Brasileiras: um Estudo Empírico no Período de 1997 a 2001. **Revista de Administração Contemporânea**, 12(2), 313–338.

ROGERS, W. H. (1993). *Regression Standard Errors in Clustered Samples. **Stata Technical Bulletin Reprints**, 3, 88–94.*

RUIZ, R. M. (2012). Diversificação das Grandes Empresas e Grupos Empresariais Brasileiros: Alguns Apontamentos. **Revista USP**, (93), 101–112.

RUMELT, R. P. (1974). **Strategy, Structure and Economic Performance**. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

- RUMELT, R. P. (1982). *Diversification Strategy and Profitability*. **Strategic Management Journal**, 3(4), 359–369.
- SARKAR, J. (2010). *Business Groups in India*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 294–321). New York: Oxford University Press.
- SCHIEHLL, E.; DOS SANTOS, I. O. (2004). *Ownership Structure and Composition of Boards of Directors: Evidence on Brazilian Publicly-Traded Companies*. **Revista de Administração**, 39(4), 373–384.
- SERVAES, H. (1996). *The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave*. **Journal of Finance**, 51(4), 1201–1225.
- SHAPIRO, C. (1989). *Theories of Oligopoly Behavior*. In: SCHMALENSEE, R.; WILLIG, R. D. **Handbook of Industrial Organization** (pp. 329–414). New York: Elsevier Science Publishers D.V.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (1986). *Large Shareholders and Corporate Control*. **Journal of Political Economy**, 94(3), 461–488.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (1989). *Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments*. **Journal of Financial Economics**, 25(1), 123–139.
- SIMON, H. A. (1997). **Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organizations** (4th Edition).
- SINGH, M.; MATHUR, I.; GLEASON, K. C. (2004). *Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U.S. Firms*. **The Financial Review**, 39, 489–526.
- SIQUEIRA, T. V. D. E. (2000). *Os Grandes Grupos Brasileiros: Desempenho e Estratégias na Primeira Metade dos Anos 90**. **Revista do BNDES**, 7(13), 3–32.
- STAGLIANÒ, R.; LA ROCCA, M.; LA ROCCA, T. (2014). *Agency Costs of Free Cash Flow, Internal Capital Markets and Unrelated Diversification*. **Review of Managerial Science**, 8, 145–174.
- STEIN, J. C. (1997). *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*. **Journal of Finance**, 52(1), 111–133.
- STOCK, J. H.; WATSON, M. W. (2004). **Econometria**. São Paulo: Pearson Addison

Wesley.

TEECE, D. J. (1982). *Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm*. **Journal of Economic Behavior & Organization**, 3, 39–62.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. (2000). *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*. **Strategic Management Journal**, 21(6), 689–705.

TIROLE, J. (1988). ***The Theory of Industrial Organization***. Cambridge, MA: The MIT Press.

TITMAN, S.; MARTIN, J. D. (2010). **Avaliação de Projetos e Investimentos: Valuation**. Porto Alegre: Bookman.

TOBIN, J. (1958). *Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables*. **Econometrica**, 26(1), 24–36.

TSUI-AUCH, L. S.; YOSHIKAWA, T. (2010). *Business Groups in Singapore*. In: COLPAN, A. M.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. R. **The Oxford Handbook of Business Groups** (pp. 267–293). New York: Oxford University Press.

WELGACZ, H. T.; DOMINGUES, I. C. D. C.; SILVA, W. V.; CUSTÓDIO, J. C. (2010). Análise da Presença de Grupos Estratégicos Diversificados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. REBRAE. **Revista Brasileira de Estratégia**, 3(1), 101–112.

WERNERFELT, B. (1988). *Umbrella Branding as a Signal of New Product Quality: An Example of Signalling By Posting a Bond*. **The Rand Journal of Economics**, 19(3), 458–466.

WHITE, H. (1980). *A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity*. **Econometrica**, 48(4), 817–838.

WILLIAMSON, O. E. (1964). ***The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm***. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.

WILLIAMSON, O. E. (1970). ***Corporate Control and Business Behavior: An Inquiry into The Effects of Organizational Form on Enterprise Behavior***. New Jersey: Prentice-Hall.

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

WILLIAMSON, O. E. (1979). *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*. ***Journal of Law and Economics***, 22(2), 233–261.

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

WILLIAMSON, O. E. (1988). *Corporate Finance and Corporate Governance*. ***Journal of Finance***, 43(3), 567–591.

WOOLDRIDGE, J. M. (2010). ***Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*** (Second Ed.). Cambridge, MA: The MIT Press.

APÊNDICES

APÊNDICE 1

LISTA DE GRUPOS EMPRESARIAIS INTEGRANTES DA AMOSTRA

Número do GE	Grupo Empresarial	Principal Indústria pelo CNAE 2.0	Tipo de diversificação
2	AmBev	Fabricação de bebidas	Relacionada
3	Arteris	Armazenamento e atividades auxiliares dos transportes	Não-relacionada
4	Battistella	Comércio e reparação de veículos automotores e motocicletas	Não-relacionada
8	BRF	Fabricação de produtos alimentícios	Não-relacionada
10	CCR	Armazenamento e atividades auxiliares dos transportes	Não-relacionada
15	Contax	Serviços de escritório, de apoio administrativo e outros serviços prestados às empresas	Não-relacionada
17	Cosan	Comércio por atacado, exceto veículos automotores e motocicletas	Não-relacionada
18	Coteminas	Comércio por atacado, exceto veículos automotores e motocicletas	Não-relacionada
20	CSN	Metalurgia	Não-relacionada
21	Cyrela	Construção de edifícios	Não-relacionada
23	Direcional Engenharia	Construção de edifícios	Relacionada
24	EcoRodovias	Armazenamento e atividades auxiliares dos transportes	Relacionada
27	Embraer	Fabricação de outros equipamentos de transporte, exceto veículos automotores	Relacionada
31	Eucatex	Fabricação de produtos de madeira	Não-relacionada
32	Evora	Fabricação de produtos químicos	Não-relacionada
34	Fleury	Atividades de atenção à saúde humana	Relacionada
37	GOL	Transporte aéreo	Relacionada
38	GPA (Pão de Açúcar)	Comércio varejista	Não-relacionada
41	Guararapes	Comércio varejista	Não-relacionada
44	Hypermarcas	Fabricação de produtos farmoquímicos e farmacêuticos	Não-relacionada
45	Ideiasnet	Comércio por atacado, exceto veículos automotores e motocicletas	Não-relacionada
49	JBS	Fabricação de produtos alimentícios	Relacionada
51	JHSF	Construção de edifícios	Não-relacionada
53	Klabin	Fabricação de celulose, papel e produtos de papel	Não-relacionada
54	Kroton	Educação	Relacionada
56	Localiza	Aluguéis não imobiliários e gestão de ativos intangíveis não financeiros	Relacionada
58	Lojas Renner	Comércio varejista	Não-relacionada
59	M. Dias Branco	Fabricação de produtos alimentícios	Relacionada
60	Magazine Luiza	Comércio varejista	Não-relacionada
61	Magnesita	Fabricação de produtos de minerais não-metálicos	Não-relacionada
62	Mangels	Fabricação de produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos	Não-relacionada
63	Marcopolo	Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias	Não-relacionada
64	Marfrig	Fabricação de produtos alimentícios	Relacionada
65	Marisa	Comércio varejista	Não-relacionada
66	Minerva	Fabricação de produtos alimentícios	Não-relacionada
70	Oi	Telecomunicações	Não-relacionada
71	Panvel	Comércio varejista	Relacionada
76	Positivo	Comércio varejista	Relacionada
78	Randon	Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias	Não-relacionada
80	São Martinho	Fabricação de produtos alimentícios	Não-relacionada
81	Saraiva	Comércio varejista	Não-relacionada
83	Souza Cruz	Fabricação de produtos do fumo	Relacionada
84	Suzano	Fabricação de celulose, papel e produtos de papel	Não-relacionada
86	Telefonica	Telecomunicações	Relacionada
88	TIM Brasil	Telecomunicações	Relacionada
89	Totvs	Atividades dos serviços de tecnologia da informação	Relacionada
91	Tupy	Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias	Não-relacionada
92	Ultra	Comércio varejista	Não-relacionada
94	Usiminas	Metalurgia	Não-relacionada
95	Vale	Extração de minerais metálicos	Não-relacionada
98	WEG	Fabricação de máquinas, aparelhos e materiais elétricos	Não-relacionada

APÊNDICE 2

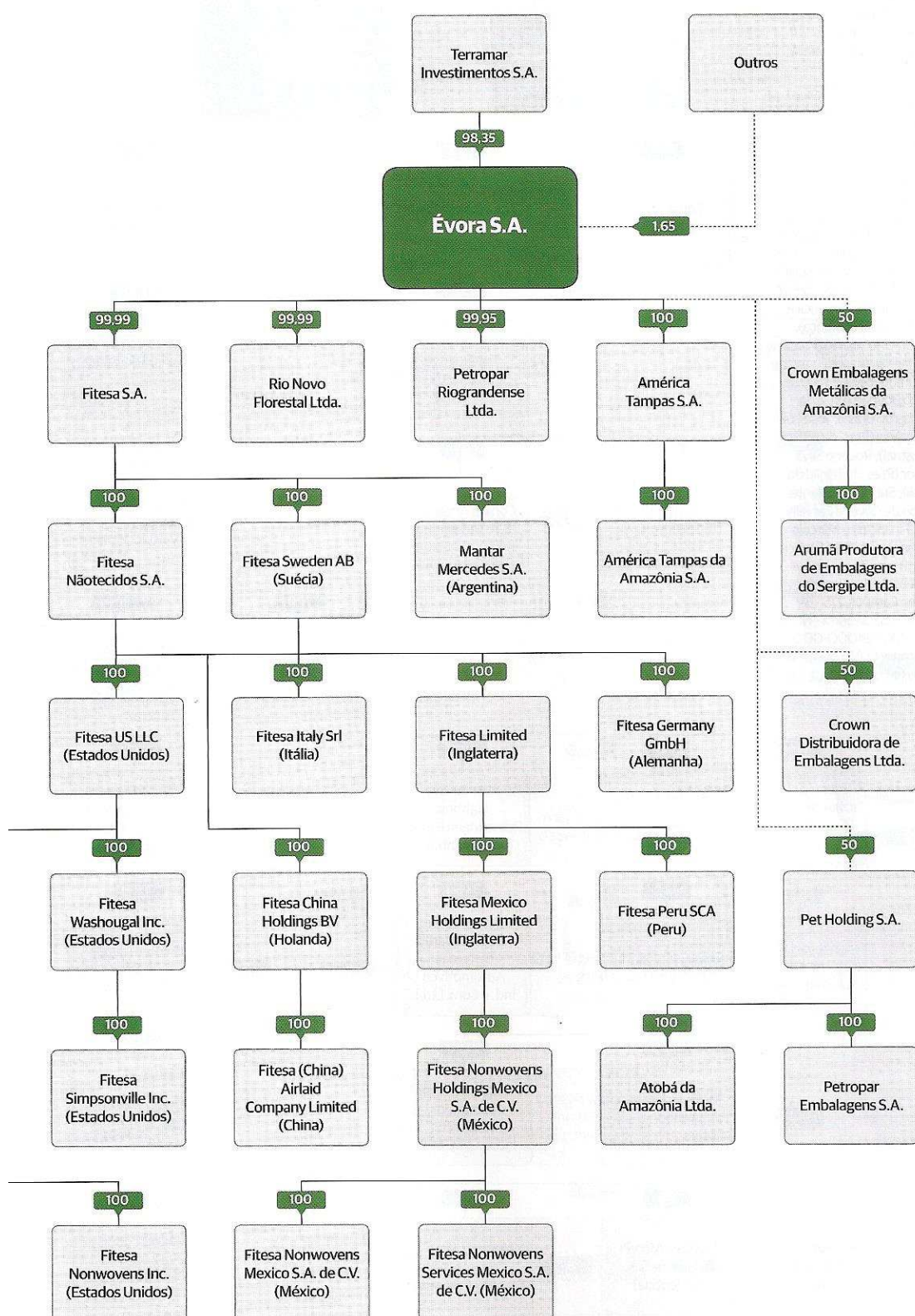
POSIÇÃO DOS GRUPOS EMPRESARIAIS NO RANKING DO ANUÁRIO VALOR GRANDES GRUPOS

Número do GE	Grupo Empresarial	2014	2013	2012	2011	2010	2009
2	AmBev	9	9	10	10	11	11
3	Arteris	132	138	139	134		
4	Battistella				200	185	197
8	BRF	24	20	23	21	20	26
10	CCR	85	97	87	83	97	101
15	Contax	146	131	128			
17	Cosan	19	19	22	22	27	33
18	Coteminas	163	154	163	152	120	107
20	CSN	39	32	34	33	33	40
21	Cyrela	105	105	91			
23	Direcional Engenharia		196				
24	EcoRodovias	160	148	159	161	166	
27	Embraer	52	52	52	55	51	43
31	Eucatex				197		200
32	Evora	199	199	180			
34	Fleury		191	196	194		
37	GOL	66	68	69	66	63	67
38	GPA (Pão de Açúcar)	11	11	11	11	15	20
41	Guararapes	97	100	102	105	106	109
44	Hypermarcas	112	114	109			
45	Ideiasnet		192	185			
49	JBS			8	9	5	5
51	JHSF						199
53	Klabin	106	102	100	95	94	99
54	Kroton	123	176				
56	Localiza	139	139	141	130	131	139
58	Lojas Renner	95	96	99	103	107	108
59	M. Dias Branco	108	110	122	120	124	116
60	Magazine Luiza	63	64	67	67	73	95
61	Magnesita	159	153	156	140	128	131
62	Mangels					200	
63	Marcopolo	135	119	108	107	105	127
64	Marfrig	34	37	27	26	36	47
65	Marisa	128	127	127	122	125	132
66	Minerva	90	95	107	100	108	118
70	Oi	17	16	17		13	9
71	Panvel	198	190	197	180	182	177
76	Positivo	153	136	144	128	114	104
78	Randon	122	107	116	86	90	97
80	São Martinho	181	187	195	181	175	173
81	Saraiva	182	181	182	162	161	168
83	Souza Cruz	45	43	42	42	39	41
84	Suzano	77	75	79	79	81	85
86	Telefonica	14	14	15	14	9	7
88	TIM Brasil	25	23	24	24	26	28
89	Totvs		198			186	
91	Tupy	156	145	151	144	139	162
92	Ultra	12	12	12	12	14	14
94	Usiminas	48	41	37	38	35	38
95	Vale	8	5	5	5	4	6
98	WEG	76	78	80	78	79	75

ANEXOS

ANEXO 1

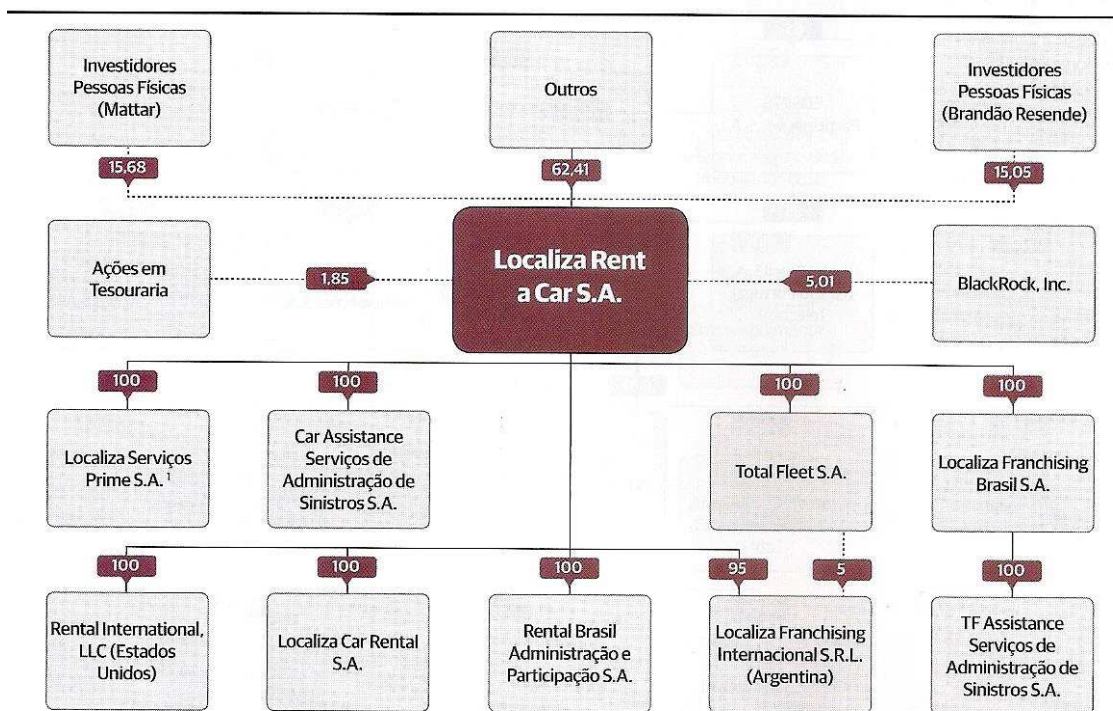
ORGANOGRAMA DO GRUPO EMPRESARIAL ÉVORA



Fonte: Anuário Valor Grandes Grupos, 2013.

ANEXO 2

ORGANOGRAMA DO GRUPO EMPRESARIAL LOCALIZA



Fonte: Anuário Valor Grandes Grupos, 2013.