

ARTIGOS

Submetido 17-11-2021. Aprovado 26-07-2022

Avaliado pelo sistema double blind review. Editor Associado ad hoc: Renato Lima-de-Oliveira

Versão traduzida | DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020230202x>

REDE DE PROPRIEDADE CORPORATIVA: CAPITALISMO HIERÁRQUICO NO CONTEXTO BRASILEIRO

Corporate Ownership Network: The hierarchical capitalism in the Brazilian context

Red de propiedad corporativa: El capitalismo jerárquico en el contexto brasileño

Wilton Vicente Gonçalves da Cruz¹ | wilton.cruz@estudante.ufscar.br | ORCID: 0000-0002-0256-1704

Mário Sacomano Neto¹ | msacomano@ufscar.br | ORCID: 0000-0002-2561-1700

Evandro Marcos Saidel Ribeiro^{2,3} | esaidel@usp.br | ORCID: 0000-0001-7213-0240

*Autor correspondente

¹Universidade Federal de São Carlos, Departamento de Engenharia de Produção, São Carlos, SP, Brasil

²Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, SP, Brasil

³Universidade de São Paulo, Centro de Ciências Matemáticas Aplicadas à Indústria, São Carlos, SP, Brasil

RESUMO

Vários estudos têm apontado para um tipo de capitalismo hierárquico na América Latina, caracterizado pela presença de corporações multinacionais, estatais, grupos multiempresariais diversificados, baixa qualificação da mão de obra e mercados de trabalho segmentados. A partir da perspectiva das redes proprietárias – que revelam atores e grupos com posições proeminentes na estrutura e propriedade das empresas – exploramos quem são os donos das grandes corporações brasileiras. Assim, este artigo propõe: 1) descrever a rede proprietária das maiores corporações brasileiras; 2) analisar a densidade, o grau médio, a modularidade e o número de componentes conectados nessa rede; 3) analisar medidas de centralidade de grau ponderado, intermediação e autovetor; 4) identificar e analisar subgrupos na rede e 5) relacionar a configuração da rede proprietária com o capitalismo hierárquico no contexto brasileiro. Os resultados indicam que acionistas financeiros, o Estado brasileiro (por meio de empresas estatais) e grupos compostos majoritariamente por grandes multinacionais, empresas financeiras, famílias e empresas estatais estão em posições proeminentes, confirmando que a estrutura de propriedade está fortemente atrelada a esses atores.

Palavras-Chave: Controle corporativo, redes proprietárias, análise de redes, financeirização, corporações brasileiras.

ABSTRACT

Several studies have indicated a type of hierarchical capitalism in Latin America, characterized by the presence of multinational and state corporations, diversified multi-enterprise groups, low-skilled labor, and segmented labor markets. From the perspective of ownership networks, we explore who the owners of large Brazilian corporations are. These networks reveal actors and groups with prominent positions in the structure and ownership of companies. Thus, this article proposes to 1) describe the ownership network of the largest Brazilian corporations; 2) analyze the density, average degree, modularity, and the number of components connected in this network; 3) analyze measures of weighted degree centrality, intermediation, and eigenvector; 4) identify and analyze subgroups in the network, and 5) relate the configuration of the ownership network with hierarchical capitalism in the Brazilian context. The results point to prominent positions of financial shareholders, the Brazilian state (state-owned firms), and groups composed mostly of large multinationals, financial firms, families, and state-owned firms, confirming that the ownership structure is strongly linked to these players.

Keywords: corporate control, ownership networks, network analysis, financialization, Brazilian corporations.

RESUMEN

Varios estudios han señalado un tipo de capitalismo jerárquico en América Latina, caracterizado por la presencia de corporaciones multinacionales y estatales, grupos multiempresariales diversificados, mano de obra poco cualificada y mercados laborales segmentados. Desde la perspectiva de las redes de propiedad, exploramos quiénes son los dueños de las grandes corporaciones brasileñas. Estas redes revelan actores y grupos con posiciones destacadas en la estructura y propiedad de las empresas. Así, este artículo se propone: 1) describir la red propietaria de las mayores corporaciones brasileñas; 2) analizar la densidad, el grado medio, la modularidad y el número de componentes conectados en esta red; 3) analizar medidas de grado ponderado de centralidad, intermediación y vector propio; 4) identificar y analizar subgrupos en la red y 5) relacionar la configuración de la red propietaria con capitalismo jerárquico en el contexto brasileño. Los resultados apuntan a posiciones destacadas de accionistas financieros, del Estado brasileño (empresas de propiedad estatal) y de grupos compuestos majoritariamente por grandes multinacionales, empresas financieras, familias y empresas de propiedad estatal, lo que confirma que la estructura de propiedad está fuertemente vinculada a esos actores.

Palabras Clave: control corporativo, redes de propiedad, análisis de redes, financiarización, corporaciones brasileñas.

INTRODUÇÃO

O controle das grandes corporações é uma questão multidisciplinar que vem sendo estudada há décadas (Berle & Means, 1932; Fichtner, Heemskerck, & Garcia-Bernardo, 2017; Fligstein, 1990; Jensen & Meckling, 1976), e a propriedade é uma das formas de controle corporativo. Ainda, o tipo de acionistas influencia fortemente o desempenho e as estratégias da empresa. O controle financeiro, por exemplo, é frequentemente caracterizado pela alta lucratividade e pelo conceito de maximização do valor para o acionista (Fligstein & Brantley, 1992; Wahl, 2006).

Os primeiros estudos, conduzidos por Vitali, Glattfelder e Battiston (2011) e Glattfelder e Battiston (2019), serviram como incentivo para a exploração dessa estrutura de rede na economia brasileira. No trabalho de Vitali et al. (2011), a análise de redes é apresentada como uma forma de quantificar a rede global de controle corporativo. Os autores identificaram que há um núcleo fortemente conectado onde cada membro é acionista de cada um dos demais membros, formando um grupo para o qual flui o controle da rede. Quase 40% do controle sobre o valor econômico das maiores corporações mundiais é detido por um pequeno grupo de acionistas (menos de 0,02% dos acionistas que formam a rede de controle são membros desse núcleo).

Considerando a questão da propriedade das corporações em nível global ao longo do tempo, Glattfelder e Battiston (2019) sugerem que um choque econômico global afeta negativamente muitos indivíduos, mas tem um impacto apenas marginal nas estruturas de poder existentes. Os autores também afirmam que o poder continua extremamente concentrado nas mãos de poucos indivíduos e organizações. Eles mostram que menos de 0,0009% dos atores da rede proprietária global têm o potencial de influenciar pouco mais de um sexto da receita operacional das empresas em todo o mundo.

Além disso, o conceito de redes proprietárias permite entender quem controla os ativos, ações e decisões estratégicas dentro das organizações (Kogut & Walker, 2001). A análise dessas redes revela atores com posições centrais e de destaque para acessar recursos e informações (Bahamonde, Bollen, Eelejalde, Ferres, & Poblete, 2018; Corrado & Zollo, 2006; Vitali et al., 2011). Essas redes também ajudam a compreender os mercados, uma vez que o poder econômico e o controle sobre as corporações refletem-se nas conexões de propriedade (Glattfelder, 2010).

Segundo Carvalho e Vidotto (2007), houve uma expansão do capital estrangeiro nos setores bancário e de infraestrutura brasileiros após a metade dos anos 1990 (Campos, 2018). Bruno e Caffè (2017) relatam que o crescimento do fluxo financeiro na economia brasileira ocorreu principalmente na década de 1990. No contexto intracorporativo, estudos como os desenvolvidos por Miranda, Crocco e Santos (2017) e Moraes (2017) convergem ao identificar, no contexto corporativo nacional, práticas empresariais alinhadas à lógica financeira e à maximização do valor para o acionista. No estudo de Bonizzi, Kaltenbrunner e Powell (2019), as economias de mercado emergentes são apresentadas como subordinadas a um capitalismo globalizado financeirizado. Kaltenbrunner e Paineira (2018) indicam que esse processo de financeirização também ocorre no contexto brasileiro, onde as transformações financeiras são moldadas fundamentalmente por sua integração subordinada a uma economia mundial financeirizada e estruturada.

O contexto empresarial brasileiro tem sido caracterizado pela presença crescente de instituições financeiras na estrutura de acionistas, principalmente grandes bancos e fundos de investimento. Mais especificamente, as maiores corporações vêm enfrentando a forte presença do Estado e das empresas locais em setores-chave da economia (Coutinho & Belluzzo, 1998; Lazzarini, 2011; Moreira & Puga, 2000; Plihon, 2005). A existência de grandes multinacionais de diferentes setores empresariais e de possíveis grupos com medidas de alta centralidade e altos valores de controle na rede também é fator esperado na análise da rede proprietária no contexto brasileiro (Carvalho, 2018; Schneider, 2009; Vitali et al., 2011).

A partir da bem-disseminada formulação da estrutura VoC (variedades de capitalismo) desenvolvida por Peter A. Hall e David Soskice (2001), Schneider (2009) identifica características particulares que diferenciam os países latino-americanos de economias de mercado liberal e economias de mercado coordenadas (Hall & Soskice, 2001; Miller, 2010; Schneider, 2009). Schneider (2009) sugere que a América Latina possui, há muito tempo, uma forma distinta de capitalismo hierárquico caracterizada pela presença de corporações multinacionais, do Estado, grupos diversificados multiempresariais, baixa qualificação da mão de obra e mercados de trabalho segmentados. Além disso, o controle de grandes corporações está associado a grandes grupos de multinacionais, acionistas financeiros, ao Estado e famílias (Cárdenas, 2016; Schneider, 2009; Wolff, 2016). A principal proposição do presente estudo é a de que a economia brasileira se distingue pelo argumento do capitalismo hierárquico. Corporações multinacionais, o Estado, e grupos diversificados multiempresariais têm posição de destaque na rede proprietária.

Alguns estudos têm explorado as redes no contexto corporativo brasileiro, como os desenvolvidos por Carvalho (2018) e Lazzarini (2011). No entanto, faltam estudos sobre a rede proprietária, analisando o controle societário das maiores corporações do Brasil. Além disso, medimos o grau de concentração da propriedade desses grandes grupos, conforme proposto por Vitali et al. (2011). Este estudo se desenvolve considerando as seguintes questões de pesquisa: Quem são os donos das maiores corporações do Brasil? O contexto corporativo brasileiro apresenta essa configuração hierárquica de capitalismo apontada por Schneider (2009)? O controle societário das maiores corporações está associado a grandes grupos de multinacionais, acionistas financeiros, ao Estado e a famílias? Responder a essas perguntas permite compreender profundamente as questões sobre o domínio do capital estrangeiro na economia brasileira e a forte presença de instituições financeiras nas estruturas societárias das maiores corporações nacionais. Assim, o presente artigo propõe 1) descrever a rede proprietária das maiores corporações do Brasil; 2) analisar a densidade, grau médio, modularidade e número de componentes conectados; 3) analisar a centralidade de grau ponderado, centralidade de intermediação e centralidade de autovetor para todos os indivíduos da rede; 4) identificar e analisar subgrupos na rede; e, por fim, 5) relacionar a configuração da rede proprietária ao capitalismo hierárquico no contexto brasileiro.

Os resultados mostram que os acionistas e atores financeiros relacionados ao Estado brasileiro ocupam posições de destaque e centralidade na estrutura da rede. O processo de detecção de comunidade revela a existência de grupos compostos majoritariamente por grandes multinacionais,

empresas financeiras, famílias e empresas ligadas ao Estado brasileiro. Essas comunidades também apresentam os maiores valores de fluxo de controle. As posições de destaque dos atores financeiros na rede indicam um possível processo de financeirização do controle societário das maiores corporações do Brasil. Portanto, os resultados revelam a presença significativa do Estado, grandes empresas familiares e multinacionais na estrutura da rede. A próxima seção explorará os referenciais teóricos adotados no desenvolvimento da presente pesquisa.

REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, discutimos o referencial teórico considerando as questões de controle corporativo, redes, processo de financeirização e capitalismo hierárquico no contexto brasileiro.

Redes e controle corporativo

A partir do conceito de “*embeddedness*” (enraizamento ou incrustação), em especial no artigo “*Economic action and social structure*” (Ação econômica e estrutura social), Granovetter reivindica o uso da análise de redes na sociologia econômica (Swedberg, 2004). A partir dessa abordagem, a tarefa da sociologia econômica seria descrever a forma como as ações econômicas são estruturadas por meio de redes (Swedberg, 2004). A análise das redes sociais parte de uma concepção estrutural, onde o mercado é socialmente constituído por redes de ação imbricadas. Além disso, desde a década de 1970, essa análise também tem sido aplicada ao estudo das relações entre organizações (Hafner-Burton, Kahler, & Montgomery, 2009; Murdie, 2014; Scott, 2004), e entre os estudos recentes sobre o tema destacam-se os trabalhos de Uzzi, Amaral e Tsochas (2007), Oberg, Korff e Powell (2017) e Fu e Cooper (2020). O conceito de rede proprietária das corporações é sustentado por essa perspectiva, conforme relatado por Vitali et al. (2011) e Wilson, Buchnea e Tilba (2018).

A propriedade é uma das formas pelas quais o controle corporativo é exercido (Gill, Vijay, & Jha, 2009). A estrutura de propriedade refere-se à distribuição do patrimônio de uma empresa em termos de votos, capital e identidade dos acionistas. Existem diferentes tipos de acionistas – institucionais, internos e “*blockholder*”, famílias, grupos empresariais e governos (Boyd & Solarino, 2016) – e sua natureza influencia e impacta fortemente a estratégia e o desempenho das corporações. O controle feito por acionistas do tipo financeiro, por exemplo, muitas vezes leva a ações e resultados com vistas a garantir alta rentabilidade e a maximização do valor para o acionista. O controle feito por esse tipo de acionista está associado ao baixo crescimento das vendas (Fligstein & Brantley, 1992; Wahl, 2006).

Estudos desenvolvidos por Sacomano, Carmo, Ribeiro e Cruz (2020), Fichtner et al. (2017) e Ireland (2012) mostram o domínio e a influência das instituições financeiras na estrutura societária das grandes corporações. Segundo Vitali et al. (2011), as redes proprietárias são estruturas que representam vínculos de propriedade entre acionistas e corporações, o que explica a relevância

dos estudos sobre redes proprietárias na área de governança corporativa. Os autores analisam essa rede a partir das propriedades topológicas como o número de trajetos que apresentam dois comprimentos, que indicam mútua participação cruzada. Assim, no grande componente conectado, há um grupo grande e forte em que cada um dos membros é acionista de cada um dos demais membros.

Vitali et al. (2011) também discutem a questão da concentração do controle da rede. Considerando o valor econômico das participações societárias, os autores afirmam que o controle flui para um pequeno núcleo forte de corporações conectadas e de natureza majoritariamente financeira. Os resultados mostram que apenas 0,61% dos principais acionistas acumulam 80% do controle sobre o valor de todas as empresas da rede. No estudo de Jeude, Aste e Caldarelli (2019) realizado em fevereiro de 2018, é possível notar que a rede multiplex de corporações alemãs e britânicas representa diferentes tipos de relações de controle corporativo: alianças de P&D, *board interlocking*, vínculos de propriedade e mútua participação cruzada. Entre os resultados encontrados pelos autores, está a relação entre desempenho corporativo e centralidade dessas empresas na rede multiplex. Vale ressaltar que as camadas dessa rede apresentam uma sobreposição não trivial.

O estudo de Sacomano et al. (2020) observou redes proprietárias na indústria automobilística global e nas instituições financeiras – principalmente fundos de investimento passivos como Black Rock, Vanguard Group e State Street – que se mostraram como as redes com medidas de maior centralidade. Os resultados apontaram para um processo de financeirização do controle societário na indústria automobilística, o que pode explicar a orientação de valor para o acionista no controle societário dessas empresas. A detecção de comunidades indicou que a propriedade corporativa é fortemente influenciada por laços geográficos, históricos e éticos.

As redes proprietárias permitem entender quem tem o capital, quem detém a propriedade e quem controla os ativos econômicos (Glattfelder, 2010). No presente estudo, objetivamos analisar os vínculos de propriedade no contexto empresarial brasileiro. Para tanto, realizamos a análise de rede corporativa, que se mostrou uma ótima ferramenta para estudar a rede proprietária das maiores corporações do Brasil.

Financeirização e capitalismo hierárquico

Uma preocupação-chave da abordagem das variedades de capitalismo (VoC) é a governança corporativa (Hall & Soskice, 2001; Lazonick, 2010; Vitols, 2001). Por meio da estrutura proposta por essa abordagem, pode-se estudar as conexões entre investidores externos e outros atores relevantes para a empresa, com foco na integração e complementaridade de diferentes instituições integrantes de um regime capitalista (Hall & Soskice, 2001; Vitols, 2001). Entre os estudos que utilizam tal abordagem, podemos citar os realizados por Vitols (2001), que analisou as variedades de governança corporativa na Alemanha e no Reino Unido, e por Lazonick (2010), que discutiu a financeirização da tomada de decisões corporativas em empresas dos EUA.

Os EUA destacam-se em relação a VoC, já que o país possui um regime mais liberal e baseado no mercado (Bizberg, 2014; Hall & Soskice, 2001). Em contraste, outros países (como a Alemanha, por exemplo) adotam um regime baseado em atores sociais. Em países como Japão e Coreia, os bancos e indústrias operam em um regime baseado na economia. Já na França, o regime é constituído com base no Estado (Bizberg, 2014; Boyer, 2005; Hall & Soskice, 2001). Na América Latina, as sociedades são heterogêneas e hierárquicas, como sugerem Schneider e Soskice (2009) e Bizberg (2014).

O capitalismo na América Latina distingue-se hierarquicamente pela presença de quatro grandes dimensões que estruturam o acesso empresarial a insumos essenciais de capital, tecnologia e trabalho: grupos empresariais diversificados, corporações multinacionais, mão de obra pouco qualificada e mão de obra atomística (Schneider, 2009). O autor investiga como a existência ou força de uma instituição (grandes grupos empresariais, por exemplo) afeta outras dimensões como o mercado de trabalho, por exemplo. Ainda, as relações na economia de mercado hierárquica tornam-se ainda mais claramente hierárquicas porque a maioria das empresas é diretamente controlada e administrada por seus proprietários – sejam famílias proeminentes ou empresas estrangeiras. Schneider (2009) sugere que as relações entre empresas são por vezes competitivas: enquanto alguns setores são oligopolistas, outros são regulados pelo Estado. Neste artigo, exploramos como o controle corporativo de acionistas financeiros está influenciando continuamente a dinâmica do mercado brasileiro. Considerando os fatos apontados por Schneider (2009), sugerimos a Proposição 1.

Proposição 1: Do ponto de vista do controle corporativo, a propriedade das empresas brasileiras apresenta evidências de capitalismo hierárquico.

Outros estudos recentes sugerem que as economias de mercado emergentes estão subordinadas a um capitalismo global e financeirizado (Bonizzi et al., 2019; Kaltenbrunner & Paineira, 2018) e, nesse sentido, a financeirização é um processo multidimensional que impacta a sociedade, a economia e os negócios (Zwan, 2014). Lira (2008) define a financeirização, de maneira simplificada, como um fenômeno macroeconômico caracterizado pela apropriação de ativos econômicos pelo mercado financeiro. A financeirização em um contexto corporativo interno pode trazer mudanças no processo de gestão e nas estratégias das empresas saindo de uma lógica de “formar *holdings* e investir” para uma de “reduzir o tamanho e distribuir”. Assim, a maximização do valor para o acionista é considerada o princípio da governança corporativa (Lazonick & O’Sullivan, 2000; Miranda et al., 2017). Segundo Krippner (2005) e Epstein (2005), esse fenômeno é um novo padrão de acumulação, no qual o lucro vem mais dos canais financeiros e menos da produção e serviços.

Sobre economias de mercado emergentes, Bonizzi et al. (2019) pesquisaram os fenômenos de financeirização a partir das transformações estruturais globais por meio da internacionalização dos circuitos do capital no último meio século. Para os autores, essa internacionalização é marcada pelo financiamento baseado no mercado do dólar norte-americano e é caracterizada

pela institucionalização da riqueza, pela transformação do setor bancário, pela proliferação de novos instrumentos financeiros e pelo aumento do papel de governança das finanças. Assim, essa configuração alterou a transferência geográfica de valor de regiões e atores subordinados para superordenados, reforçando o papel de subordinação ao qual se submetem as economias de mercado emergentes na extração, realização e transferência de valor, e restringindo a agência de atores públicos e privados oriundos das regiões subordinadas (Bonizzi et al., 2019).

O Brasil tem a décima segunda economia do mundo e a maior da América Latina, com um PIB nominal de US\$ 1,444 trilhão (WorldBank, 2021). Sua participação nas exportações totais e importações totais mundiais é de 1,19% e 0,93%, respectivamente, o que coloca o País entre os 30 maiores importadores e exportadores do planeta (WTO, 2020). As economias asiáticas são caracterizadas por seu grande dinamismo econômico, enquanto o Brasil e a África do Sul são frequentemente reconhecidas como economias incertas (Fleury & Fleury, 2006). Ainda em relação ao Brasil, Taylor (2020) argumenta que o desenvolvimentismo perdurou com base na noção de “complementaridades institucionais”, uma vez que empresas e políticos desenvolveram estratégias que são coletivamente subótimas, porém individualmente são as melhores (Taylor, 2020).

Sobre o contexto econômico brasileiro, Kaltenbrunner e Panceira (2018) verificaram que as mudanças recentes na relação entre as práticas financeiras e os atores econômicos são moldadas por sua integração e subordinação à economia mundial. Esses resultados sustentam-se por meio da análise de dois processos. O primeiro é o processo de acumulação de reservas e financeirização de bancos e famílias. O segundo diz respeito à contínua vulnerabilidade externa nas economias de mercado emergentes (Bin, 2016; Coutinho & Belluzzo, 1998; Panceira, 2011).

No contexto econômico brasileiro, principalmente a partir da década de 1990, houve um processo de liberalização comercial e financeira e crescimento do fluxo financeiro, trazendo incerteza e fragilidade à economia. Em seu estudo sobre as sociedades anônimas brasileiras de capital aberto considerando o período de 1995 a 2008, Miranda et al. (2017) mostraram que essas corporações utilizam práticas financeiras, principalmente o endividamento, para gerar riqueza para o acionista (maximização do valor ao acionista), com foco em resultados de curto prazo. Ao analisar o processo de financeirização da Embraer, Moraes (2017) identificou o domínio da forma fictícia sob a forma real e produtiva e o avanço da utilização de instrumentos financeiros, como ações, títulos de dívida, títulos bancários, derivativos e fundos de investimento, como principais acionistas. Estudo recente (Kaltenbrunner & Panceira, 2018) mostra algumas evidências sobre como a propriedade corporativa na economia brasileira está associada à lógica financeira (Bruno, Diawara, Araújo, Reis, & Rubens, 2011; Miranda, Crocco, & Santos, 2009; Miranda et al., 2017). Em relação ao processo de financeirização, sugerimos aqui uma segunda proposição:

Proposição 2: A propriedade das maiores corporações é altamente centralizada e intermediada por instituições financeiras.

Portanto, o presente estudo busca contribuir para a análise da estrutura societária das grandes corporações brasileiras. Segundo Schneider (2009), o capitalismo latino-americano é hierárquico e

possui quatro grandes dimensões (grupos empresariais diversificados, corporações multinacionais, trabalho de baixa qualificação e relações de trabalho atomísticas), o que representa uma análise que facilita a incorporação de fatores como o Estado e as corporações transnacionais, fortemente presentes nos países em desenvolvimento tardio. A presença das grandes corporações e do Estado como atores proeminentes e centrais na rede proprietária converge para a configuração econômica defendida por Schneider (2009).

METODOLOGIA

Do ponto de vista metodológico, esta pesquisa é exploratória, qualitativa e usa análise de conteúdo e documental para descrever redes proprietárias (Collins & Hussey, 2005). Os dados foram coletados a partir do Orbis Database (Orbis, 2020) e do Market Screener (MarketScreener, 2020). O *ranking* “Valor1000” produzido em 2019 pelo jornal brasileiro *Valor Econômico* foi utilizado como referência para formar a amostra das empresas (Valor1000, 2019). As 122 empresas selecionadas nesse *ranking* são de 22 setores diferentes e representam cerca de 42% do PIB do Brasil em 2020. É uma amostra variada que visa representar, da melhor forma possível, a economia brasileira. Para cada um desses setores, procuramos selecionar pelo menos quatro corporações. A seleção foi ordenada de acordo com a receita líquida anual.

Para caracterizar a amostra, obtivemos as seguintes informações para cada empresa: valores econômicos (lucro líquido anual para os bancos e receita líquida anual para as demais empresas), país de origem e setor de atividade. Essas informações foram extraídas do *ranking* “Valor1000” (Valor 1000, 2019), e a composição da propriedade das corporações foi obtida das bases de dados Orbis (Orbis, 2020) e Market Screener (MarketScreener, 2020): 90 estruturas de propriedade de arquivos no formato “.xls” e 32 estruturas de propriedade de páginas *on-line* HTML, respectivamente. Em ambos os casos, a extração foi automatizada por *scripts* Python. Para ambas as fontes de dados, foram gerados arquivos “.csv” (“valores separados por vírgula”) contendo informações sobre os acionistas de cada empresa.

Uma rede é um conjunto de nós e ligações entre esses nós. Segundo Vitali et al. (2011), os nós são atores (corporações ou pessoas) e as ligações são relações de controle entre esses atores. Para os autores, os vínculos de propriedade possuem uma medida de controle que envolve a participação acionária e os valores econômicos das empresas. A medida de controle utilizada nesta pesquisa foi definida como as $C_i = W_{ij} * v_j$, onde W_{ij} é a participação acionária do ator i no ator j e v_j é o valor econômico da corporação j .

O processo de geração de rede também foi automatizado por *scripts* Python. A partir dos arquivos “.csv” das 122 composições de propriedade, foram gerados dois arquivos “.csv” para os nós e ligações. Atribuímos um número de identificação, etiqueta e tipo (bancos, fundos, pessoas etc.) para cada nó. As ligações foram relacionadas aos atributos de origem, destino e peso. Antes da rede final, foi realizado um processo de limpeza de dados nos nós e arestas, que foi automatizado por *scripts* Python usando arquivos de configuração. No arquivo de nós, foram

feitas trocas de rótulos grandes e a união de nós com o mesmo rótulo. No arquivo de arestas, os pesos das ligações foram atualizados com a medida de controle definida acima.

Sabe-se que a análise da rede pode ser realizada nos atores, nas relações ou em toda a estrutura da rede (Sacomano et al., 2020; Wasserman & Faust, 1994). Aqui, consideramos medidas no âmbito da rede, medidas no âmbito dos nós, detecção de comunidade e fluxo de controle. As grandezas obtidas no âmbito da rede foram grau médio, modularidade, densidade e número de componentes conectados.

Na rede não direcionada, o grau do nó é o número de ligações que se conectam a esse nó. Nesse caso, o grau médio de uma rede com n nós e m arestas é $C = 2mn$. Para a rede direcionada, existem medidas de grau de entrada e de saída. Para uma rede com n nós e m arestas, o grau médio de entrada é c_{ind} e o grau médio de saída é c_{out} e $c_{ind} = c_{out} = \frac{m}{n}$ (Newman, 2010). A medida de densidade é a proporção de arestas presentes na rede em relação ao número total máximo de arestas. A modularidade mede a força de divisão da rede em módulos. O componente conectado é um conjunto onde todos os nós estão conectados.

As medidas consideradas no âmbito dos nós foram “centralidade de grau ponderado”, “centralidade de intermediação” e “centralidade de autovetor”. As medidas de centralidade indicam influência, poder e grupos (Sacomano et al., 2020). A “centralidade de grau ponderado” mede os nós que são mais centrais e importantes na rede (Newman, 2010). A “centralidade de intermediação” mede o quanto um nó está no caminho entre outros nós, enquanto a “centralidade de autovetor” mede o quanto um nó está conectado com outros nós da rede (Newman, 2010).

As tarefas de detecção de comunidades visam identificar conjuntos de nós que estão mais densamente conectados com outros nós desse mesmo conjunto e menos densamente conectados com nós fora do conjunto (Vitali & Battiston, 2014). As comunidades podem ter posições estruturais de destaque e facilitar o acesso a recursos, poder e informação (Borgatti, Everett, & Johnson 2013; Newman, 2010; Sacomano et al., 2020). Para o cálculo de todas as medidas, utilizou-se o *software* Gephi (Bastian, Heymann, & Jacomy, 2009), que usa o algoritmo baseado em otimização de modularidade descrito por Blondel, Guillaume, Lambiotte e Lefebvre (2008) para as tarefas de detecção de comunidades.

RESULTADOS

A presente seção apresenta os resultados da análise da rede proprietária em quatro subseções: descrição da amostra, medidas no âmbito da rede, medidas no âmbito dos nós e comunidades.

Descrição da amostra

A amostra foi formada por 122 empresas. Os setores de atividade empresarial mais representativos na amostra foram os de energia, alimentos e bebidas, varejo, metalurgia e mineração, transporte e logística e petróleo e gás, conforme apresentado na Tabela 1. A maioria das empresas avaliadas é brasileira (67%), seguidas por empresas americanas (7,4%) e europeias (19,67%).

Em relação aos valores econômicos das empresas, entre as 21 empresas com maior receita líquida anual, destacam-se aquelas dos setores de petróleo e gás (24,6%) e alimentos e bebidas (17,4%). A Petrobras, que apresenta o maior valor de receita líquida anual e quase o dobro da receita líquida anual da segunda colocada (a empresa JBS), evidencia a força do setor de petróleo e gás na economia brasileira, fato que foi reforçado pela presença de empresas do mesmo setor entre as seis primeiras, como Raizen, Ultrapar e Braskem.

O setor de petróleo e gás conta com sete empresas na amostra e representa 24,6% da receita líquida anual, enquanto o setor de alimentos e bebidas, com 11 empresas, representa somente 17,4%. O setor de energia possui 8,9% do valor da receita líquida anual e é superado pelo setor de metalurgia e mineração, que possui 10,3%, mesmo contando seis empresas a menos. No caso dos bancos, consideramos seus lucros líquidos anuais. O valor agregado desses lucros é o sexto mais alto entre todos os valores econômicos agregados.

Tabela 1. Descrição da amostra

Setor de atividade	Número de empresas	Valores econômicos agregados por setor* (%)
Petróleo e gás	7	24,6
Alimentos e bebidas	11	17,4
Metalurgia e mineração	8	10,3
Energia	14	8,9
Varejo	10	8,6
TI & Telecom	5	4,5
Química e petroquímica	6	4,2
Veículos e peças	6	4,1
Transporte e logística	7	2,7
Banco	5	2,7
Açúcar e álcool	4	1,9
Serviços especializados	4	1,4
Eletrônicos	4	1,3
Farmacêutica e cosmética	4	1,1
Papel e celulose	4	1,1
Materiais de construção e decoração	4	1
Água e esgoto	4	0,99
Varejo e comércio exterior	4	0,94
Serviços médicos	4	0,7
Comunicação e gráfica	2	0,61
Mecânica	4	0,6
Agricultura	1	0,1

* Lucros anuais líquidos para os bancos. Receitas anuais líquidas para os outros setores.

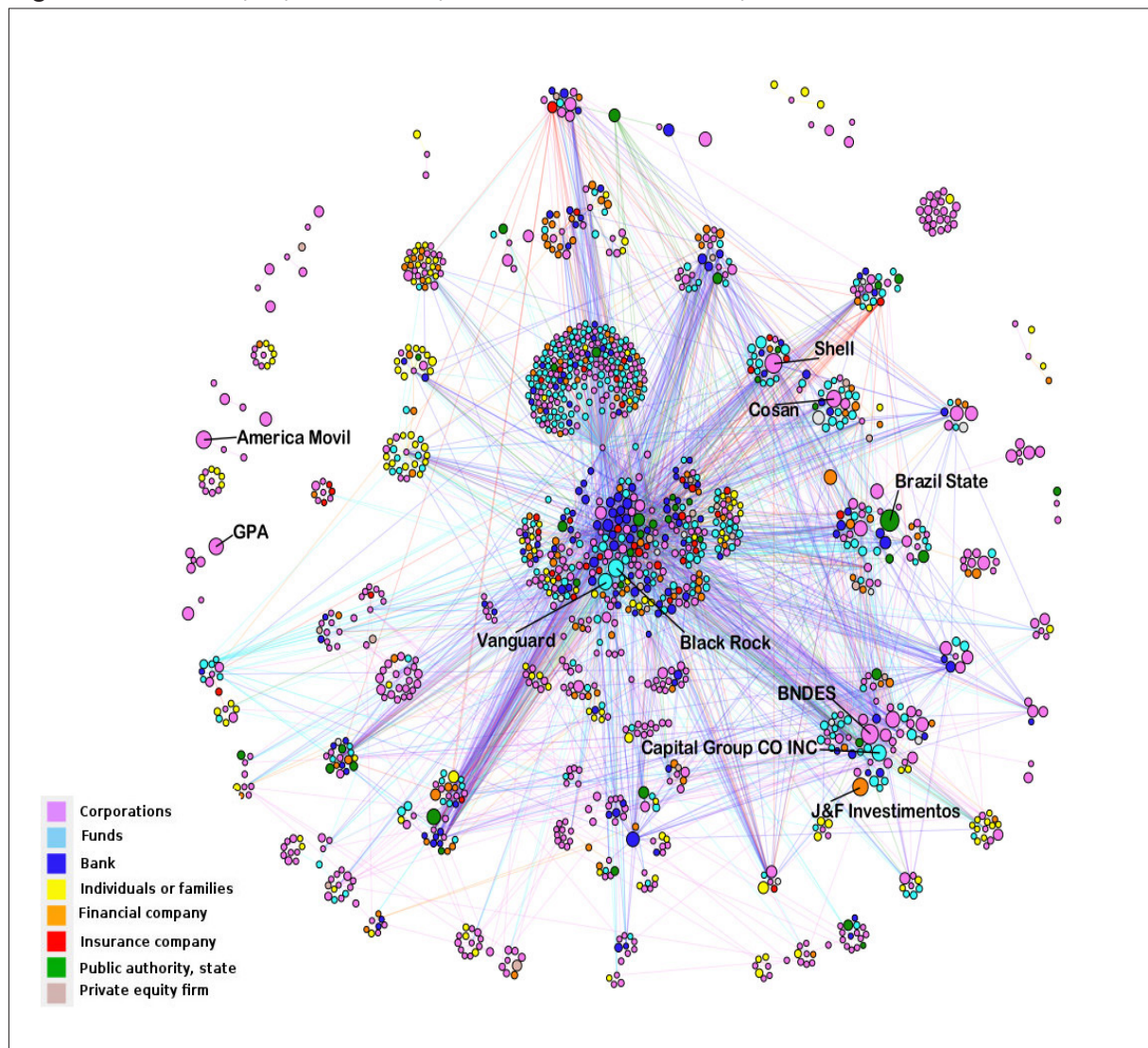
Fonte: Elaborado pelo autor.

Medidas no âmbito da rede

A rede construída possui 1.397 nós e 3.253 arestas, conforme mostrado na Figura 1. A Tabela 2 mostra as medidas no âmbito da rede.

A rede proprietária apresenta um valor de baixa densidade, é esparsa e apresenta baixa coesão entre os nós. A coesão indica a conectividade, sendo a densidade (número de laços na rede, expresso em proporção do número de laços possíveis) a medida de coesão mais simples na análise de rede (Borgatti et al., 2013). Além disso, é uma rede altamente modularizada, ou seja, possui um alto número de subgrupos (ou comunidades) de nós com grande conexão entre si.

Figura 1. A rede de propriedade corporativa das maiores empresas do Brasil*



* Os tamanhos dos nós são proporcionais às medidas de seus graus de saída ponderados. As cores dos nós representam os tipos de nós.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 2. Medidas no âmbito da rede

Medidas/característica	Valor
Número de nós	1397
Número de arestas	3253
Densidade	0,003
Modularidade	0,76
Grau médio	2,32
Componentes conectados	20

Fonte: Elaborado pelo autor.

Um componente conectado é definido como o conjunto máximo de nós em que cada nó pode alcançar os outros por algum caminho (Borgatti et al., 2013). Neste estudo, 20 componentes conectados foram considerados. No entanto, foi observado um grande componente com 92% dos nós da rede, sugerindo a conexão desse conjunto de nós. Apesar da baixa densidade, esse grande componente pode ser explicado pela presença de nós “hub” com medidas de alta centralidade e acionistas em dezenas de empresas, por exemplo, grandes fundos de investimento passivos (Black Rock, Vanguard e Dimensional). O grau médio é baixo quando comparado ao desses nós “hub”.

Em relação à estrutura global, a rede é esparsa e possui baixa densidade global. No entanto, um grande componente conectado é explicado pela presença de nós “hub”, ou seja, nós com medidas de alta centralidade e opções únicas de caminhos entre muitos nós da rede.

Medidas no âmbito dos nós

No presente estudo, foram consideradas duas medidas de centralidade de grau: centralidade de grau de saída e centralidade de grau de saída ponderado. A Tabela 3 mostra os 10 valores mais altos, que são provenientes de corporações financeiras. Para a medida de grau de saída, os fundos de investimento passivos como Black Rock, Vanguard Group e Dimensional apresentam os maiores valores. No entanto, essa é uma medida que não considera o valor econômico da relação de propriedade, mas apenas indica as corporações que estão frequentemente nas estruturas de propriedade.

Tabela 3. As 10 maiores medidas de centralidade de grau de saída e grau de saída ponderado

Nó	Grau de saída	Nó	Grau de saída ponderado
Vanguard Group	87	Governo brasileiro	206741,1
Black Rock	77	BNDES	105128,3
Dimensional	65	Shell	103983,4
Norway Funds	47	J&F Investimentos	66440,4
Nothern Trust	40	America Movil	63167
JP Morgan	37	Black Rock	63097,7
State Street	36	Cosan	53850,8
Charles Schwab Corporation	32	GPA	49388
Itaú Unibanco	32	Vanguard Group	45795,3
Deutsche Bank	32	Capital Group	45036,6

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por outro lado, nas medidas de grau de saída ponderado, são considerados os valores econômicos dos vínculos de propriedade. O governo brasileiro e as empresas a ele vinculadas (como é o caso do BNDES) possuem os maiores valores de grau de saída ponderado, mas não os maiores valores de grau de saída, pois são acionistas com participação em poucas empresas, possuindo, portanto, grandes valores econômicos. Os fundos Vanguard Group e Black Rock possuem altos valores de grau de saída ponderado e também os maiores valores de grau de saída, já que estão presentes em diversas estruturas de propriedade de empresas valiosas.

A Tabela 4 mostra as 10 medidas de centralidade de intermediação mais altas. A centralidade de intermediação indica atores com potencial para controlar os fluxos através da rede (Borgatti et al., 2013). É possível observar que os três maiores fundos de investimento passivo possuem os maiores valores, uma vez que detêm altos valores de grau de saída por serem acionistas de dezenas de empresas valiosas. As corporações da amostra inicial, como Yara e Bunge (que são do setor agropecuário), também apresentam valores elevados por apresentarem um conjunto de acionistas que não são identificados comumente em corporações.

Tabela 4. As 10 maiores medidas de intermediação e autovetor

Nó	Centralidade de intermediação	Nó	Centralidade de autovetor
Yara	0,263953	Yara	1
Vanguard Group	0,168585	Vanguard Group	0,93
Black Rock	0,118516	Black Rock	0,90
Dimensional	0,076311	Dimensional	0,81
Bunge	0,05904	ADM	0,75
WEG	0,045273	Bunge	0,74
Repsol	0,03949	Shell	0,73
ADM	0,034897	Norway Funds	0,71
Oi	0,034724	Coca-Cola	0,69
Raia Drogasil	0,034661	Bayer	0,63

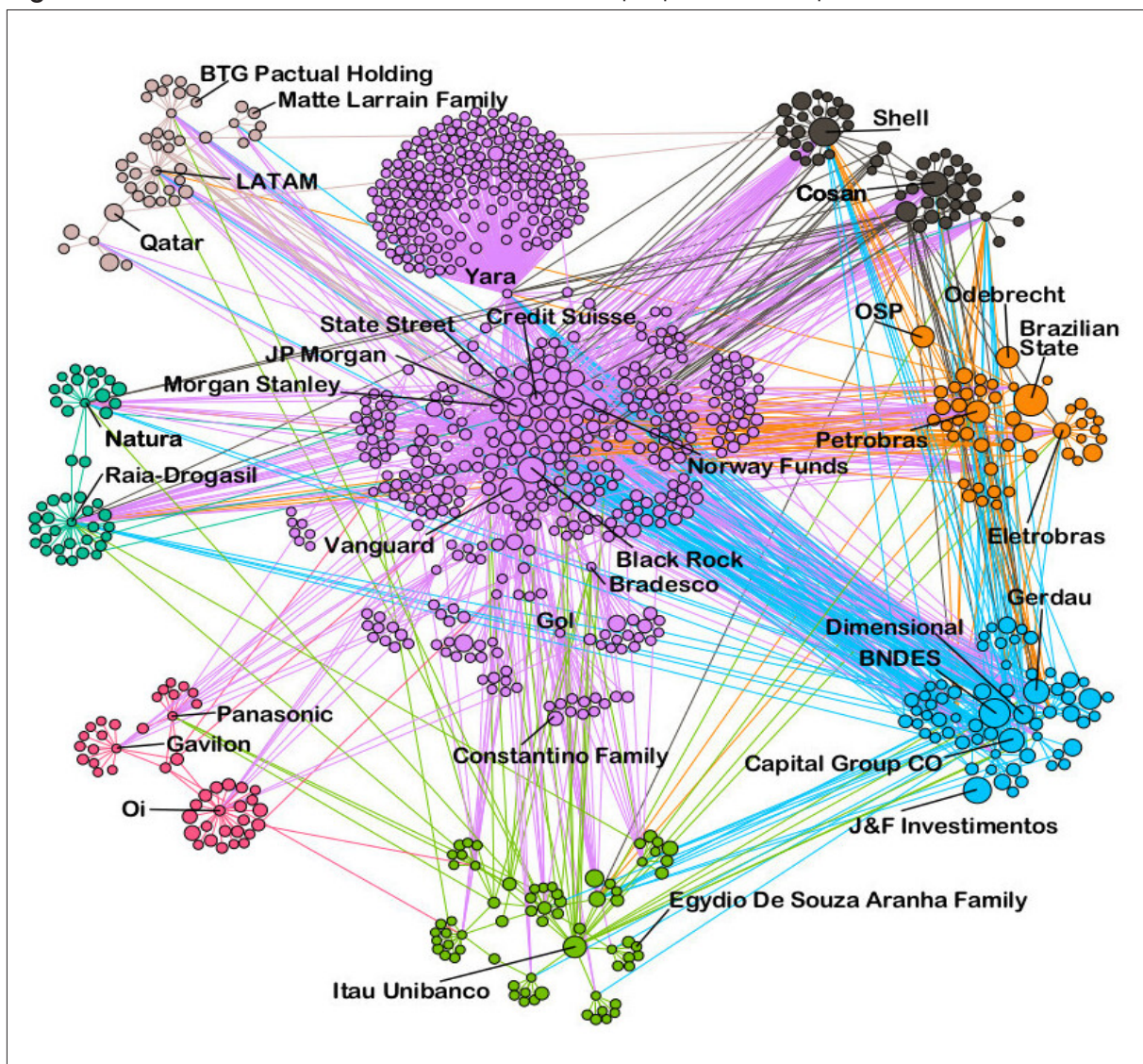
Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 4 também mostra as 10 medidas de centralidade de autovetores mais altas. Tal indicador é uma medida de popularidade onde um nó com alta centralidade de autovetor está conectado a outros com conexões fortes entre si (Borgatti et al., 2013). Os altos valores das corporações da amostra inicial (Yara, ADM, Shell, Bunge, Coca-Cola e Bayer) podem ser justificados pelo fato de tais empresas possuírem altos valores de centralidade de grau de entrada (já que possuem muitas ligações entre acionistas). Algumas dessas ligações são também de acionistas com altas medidas de grau de saída, colaborando para o crescimento das medidas de autovetores. Grandes fundos de investimento passivo também surgem com altos valores de medidas de autovetores. Esses atores não possuem valores elevados de centralidade de grau de entrada, mas sim de centralidade de grau de saída, pois são acionistas de muitas corporações da rede com valores elevados de centralidade de grau de entrada, aumentando, assim, suas medidas de centralidade de autovetores.

Comunidades

A modularidade mede a qualidade do agrupamento, ou seja, a divisão de uma rede em subgrupos (ou comunidades) (Borgatti et al., 2013). Corroborando com o alto valor de modularidade, 53 comunidades foram identificadas na rede. No entanto, o Grupo 1, composto majoritariamente por empresas financeiras como grandes fundos de investimento e bancos, possui aproximadamente 42% dos nós da rede. A Tabela 5 apresenta as oito maiores comunidades por número de nós, e a Figura 2 mostra essas oito comunidades. Para cada uma delas, obtivemos as somas de todas as medidas de grau de saída ponderado de seus membros e consideramos a participação dessa soma no controle total da rede.

Figura 2. As oito maiores comunidades da rede de propriedade corporativa



Fonte: Elaborado pelo autor.

O tamanho do grupo não indica necessariamente maior controle, uma vez que grupos pequenos, como 5 e 6, possuem participação total no controle próximo aos valores encontrados para os grupos grandes. O alto valor do Grupo 1 pode ser explicado pela presença de grandes fundos de investimento passivos, como os chamados “*Big Three*” (Vanguard, Black Rock e State Street). De acordo com Fichtner et al. (2017), esses três fundos são os maiores acionistas em 88% das 500 maiores empresas americanas. Sua presença e força (assim como as de outras empresas financeiras) nas economias e nas corporações foi evidenciada por estudos realizados por Krippner (2005), Davis (2008) e Davis e Kim (2015). O alto valor do Grupo 2 pode ser atribuído principalmente à presença do BNDES e da J&F Investments – empresas brasileiras que são acionistas de importantes setores da economia e estão entre os cinco maiores acionistas da rede.

Tabela 5. As oito maiores comunidades e seus controles em relação à soma dos controles da rede

Comunidade	Principais corporações	Tamanho (% dos nós)	Grau de saída ponderado/soma da rede (%)
1	Black Rock, Vanguard Group, State Street, Norway Funds, JP Morgan	42	16
2	BNDES, J&F Investments, Capital Group, Gerdau, Dimensional	3,87	16
3	Itaú, Estado de MG, Cemig, Estado do PR, Dodge Cox	3,79	2
4	Porsche Holding, Estado do Qatar, Land Neperachsen, Costa Verde Aeronáutica	3,65	1
5	Shell, Cosan, Euroclear, Queluz Holding, Guaranty Nominees	3,58	9
6	Brazilian State, Petrobras, OSP Investimentos, Odebrecht, Caixa, Eletrobras	3,36	15
7	Goldentree, Paulson & Co, Solus Alternative Asset Manag, York Capital Asset Managment, Falcon Edge Capital	3,29	1
8	Families, Utopia Participações, Common Wealth, Bank of Australia, GL Investimentos e Participações	2,58	0,6

Fonte: Elaborado pelo autor.

O alto valor do Grupo 6 está relacionado principalmente à presença do Estado brasileiro e de empresas ligadas ao Governo, como Caixa, Petrobras e Eletrobras. No Grupo 5, seu alto valor pode ser explicado pela presença de corporações ligadas a setores fortes da economia, como Shell e Cosan, acionistas do setor de petróleo e gás. Essas oito comunidades têm cerca de 62% do controle da rede. Esse resultado pode indicar uma possível concentração acionária, uma vez que as principais corporações desses grupos detêm parcelas significativas do controle total da rede.

DISCUSSÃO

Os resultados revelam que a rede proprietária possui baixa densidade, é esparsa e altamente modularizada em blocos. As medidas de centralidade no âmbito dos nós e as comunidades mostram que os acionistas financeiros (principalmente os bancos e os maiores fundos de investimento passivos), grandes corporações e empresas ligadas ao Estado brasileiro têm as maiores pontuações de rede. As medidas de centralidade estão vinculadas à intermediação na rede (Borgatti et al., 2013; Newman, 2010).

Os maiores fundos de investimento passivos (como Vanguard Group e Black Rock) e o fato de os bancos terem participação acionária em dezenas de empresas de diversos setores indicam um possível processo de financeirização das maiores corporações do Brasil, mas com forte presença do Estado (Lazzarini, 2011; Miranda et al., 2017; Moraes, 2017) e de empresas familiares tradicionais (por exemplo, Monteiro Aranha, Constantino, Hermínio de Moraes, Godoy Bueno). A presença de redes de elite empresarial e relações Estado-empresas no contexto latino-americano também foi evidenciada por Cárdenas (2016) e Wolff (2016). Esses fatos também confirmam a Proposição 1, uma vez que, do ponto de vista do controle societário, fica claro que a propriedade corporativa brasileira apresenta indícios de capitalismo hierárquico.

Isso quer dizer que empresas financeiras, famílias e o Estado brasileiro têm uma participação relevante nas maiores empresas do país e são atores influentes nessas companhias. Essa configuração converge para uma financeirização da economia (Krippner, 2005) e para o capitalismo hierárquico proposto por Schneider (2009). Este estudo explora as intrigantes estruturas da rede proprietária das maiores corporações do Brasil, uma vez que estudos sobre análise de redes no contexto de controle corporativo brasileiro, como os relatados por Carvalho (2018) e Lazzarini (2011), ainda são escassos.

Em relação às questões de pesquisa aqui abordadas, os resultados indicam que grandes fundos de investimento passivo e bancos (incluindo Black Rock, Vanguard, State Street e JP Morgan), o Estado brasileiro e as empresas ligadas a ele apresentam as medidas de maior centralidade. Esses resultados convergem para uma forma de governança corporativa caracterizada por relações hierárquicas onde as empresas são diretamente controladas e administradas por seus proprietários, sejam famílias proeminentes ou empresas estrangeiras. A existência de setores dominados por grandes corporações e setores regulados pelo Estado vai na mesma direção dos achados de Schneider (2009). Estão, portanto, alinhados à nossa segunda proposição, que afirma que as instituições financeiras intermediam a propriedade societária das maiores corporações do Brasil.

Além disso, a presença de grandes comunidades com altos valores de controle na rede corrobora os achados apresentados por Schneider (2009) sobre grandes e diversificados grupos empresariais. Esses grupos mantêm o controle hierárquico direto sobre dezenas de empresas separadas e um pequeno número de grandes grupos, bem como multinacionais, que respondem por parcelas substanciais da atividade econômica. Esses resultados assemelham-se aos relatados por Fichtner et al. (2017), Davis (2008), Sacomano et al. (2020), Miranda et al. (2017), Carvalho (2018) e Lazzarini (2011). O estudo de Fichtner et al. (2017) apresenta o protagonismo das “Big Three” (Vanguard, Black Rock e Dimensional) como acionistas das maiores empresas dos EUA. Davis

(2008) também aponta que os grandes fundos alcançam altos níveis de destaque estrutural na economia americana. Da mesma forma, Sacomano et al. (2020) mostram as posições centrais dos grandes fundos passivos na rede proprietária das maiores corporações automobilísticas.

No contexto brasileiro, Miranda et al. (2017) sugerem que a financeirização afeta a estrutura de controle e o perfil dos acionistas das empresas não financeiras brasileiras. Ao analisar a rede proprietária das maiores corporações do Brasil, Carvalho (2018) mostra as posições de destaque de grandes fundos de investimento passivo e empresas estatais nessa rede. Ainda, as medidas de centralidade são adequadas para entender a influência da rede (Borgatti et al., 2013; Newman, 2010). Os resultados mostram que as instituições financeiras, principalmente bancos e grandes fundos de investimento, ocupam posições estruturais de destaque na rede, o que é demonstrado por suas altas medidas de centralidade. Como sugerido, essas empresas mostram ter os mais altos graus, valores de intermediação e autovetores. Esses atores são acionistas de dezenas de empresas da amostra e também possuem posições intermediárias na rede. Além disso, de acordo com suas medidas de grau de saída e grau de saída ponderado, os grandes fundos de investimento passivos são acionistas de várias corporações de diferentes setores com substancial valor econômico, por exemplo, petróleo e gás e alimentos e bebidas.

A presença de grandes fundos de investimento passivos, bancos e outras empresas financeiras como cotistas e com posições de destaque na rede proprietária indica a financeirização do controle dessas empresas. Ao contrário dos fundos mútuos ativos, os fundos de índices passivos muitas vezes replicam os índices de ações existentes, causando uma reconcentração do controle corporativo e dando aos gestores de fundos passivos a “capacidade de exercer o poder de voto das ações de seus fundos” (Fichtner et al., 2017, p. 300, tradução nossa). Esses achados estão de acordo com estudos anteriores sobre financeirização (Bonizzi et al., 2019; Borghi, Sarti, & Cintra, 2013; Kädtler & Sperling, 2002; Kaltenbrunner & Paineira, 2018; Lung, 2004; Sacomano et al., 2020). Fligstein (2001) argumenta que o processo recente de financeirização consiste na mudança na concepção de controle societário, fazendo com que os acionistas impulsionem suas agendas de maximizar retorno por meio do aumento do valor das ações. No entanto, a financeirização não é um processo homogêneo, pois, dentro de uma indústria, podem existir múltiplas formas de controle, como enfatizam os diversos tipos de capitalismo relatados na literatura (Coates, 2002; Hall & Soskice, 2001; Morgan & Kristensen, 2006; Sacomano et al., 2020).

Também com posições de destaque na rede estão o Estado brasileiro e as empresas ligadas a ele. O Governo brasileiro e o banco estatal BNDES, por exemplo, possuem altas medidas de grau de saída ponderado, por serem acionistas de setores-chave e com alto valor econômico para a economia brasileira. Esses atores são acionistas de corporações de importantes setores da economia, como energia e petróleo e gás, corroborando os estudos de Cuervo-Cazura, Inkpen e Musacchio (2014), Aldrighi e Postali (2010) e Evans (2012). Lazzarini (2011) sugere a existência de um “capitalismo de laços” no Brasil, com a participação do Estado, principalmente por meio de empresas estatais e grandes grupos empresariais no controle das maiores corporações do País.

Empresas privadas como Shell e Cosan são acionistas de poucas corporações do setor de petróleo e gás, mas com participação em setores-chave com relevante valor para a economia.

J&F Investments, American Movil e GPA também possuem valores de centralidade elevados, pois são acionistas de setores importantes, como indústria alimentícia, TI & Telecom e negócios de varejo.

O processo de privatização no Brasil tem se intensificado desde o início da década de 1990, especialmente com o Programa Nacional de Desestatização definido pelo Governo em 1991 em diversos setores (Cardoso, Maia, Santos, & Soares, 2013). Esse processo de privatização está relacionado ao de financeirização, pois, segundo Rodrigues e Jurgensfeld (2019), ele possui características especulativas dada a presença de bancos e fundos de investimento entre os principais compradores. Os resultados obtidos neste estudo indicam as posições de destaque das empresas financeiras (principalmente bancos e grandes fundos de investimento) na rede, reforçando o processo de financeirização do controle societário das maiores corporações do Brasil.

A agenda neoliberal recente promete reforçar esse processo de privatização das empresas estatais, fortalecer as implicações para o controle dessas corporações e diminuir a posição de destaque do Estado brasileiro na rede proprietária.

Os resultados obtidos mostram que empresas ligadas ao Estado brasileiro, multinacionais de maior porte e grandes financeiras formam grandes grupos na rede, fazendo com que essas comunidades apresentem altas medidas de controle e tenham os maiores valores de controle. A presença de grandes grupos, multinacionais e do Estado como maiores acionistas e com forte influência nos países em desenvolvimento tardio também é evidenciada por Schneider (2009) ao estudar o capitalismo hierárquico latino-americano.

CONCLUSÕES

Este estudo analisou a rede proprietária das maiores corporações do Brasil e teve como objetivo investigar o potencial capitalismo hierárquico no setor empresarial brasileiro. Em relação à estrutura global, a rede mostrou-se densa, esparsa e altamente modularizada com um grande componente conectado. Esses achados corroboram o estudo de Lazzarini (2011) sobre os laços do capitalismo no contexto brasileiro, que mostra que as grandes multinacionais e o Estado são fortes acionistas do setor empresarial. Também estão de acordo com os resultados encontrados por Taylor (2015) e Schapiro e Pereira (2019) sobre a presença do Estado-proprietário na economia.

De acordo com as medidas de centralidade, atores financeiros (principalmente grandes fundos de investimento passivos), grandes multinacionais, o Estado brasileiro e atores ligados a ele ocupam posições centrais e influentes na rede, o que pode indicar um processo de financeirização do controle corporativo no Brasil e também reforçar a força do Governo em setores-chave da economia. Davis e Cobb (2010) afirmam que “as finanças alteraram as relações de poder dentro das empresas ao privilegiar um determinado público (acionistas), alterando as métricas de desempenho (valor para o acionista) e reorientando as práticas de remuneração e recursos humanos (para promover aumentos no preço das ações)” (p. 39, tradução nossa).

Em relação aos grupos, identificamos grandes grupos de multinacionais de maior porte, famílias, empresas financeiras, o Estado e corporações ligadas ao Estado. Esses grupos foram

identificados como tendo o maior valor de controle (soma do grau de saída ponderado) da rede. Essa configuração converge para o capitalismo hierárquico na América Latina apresentado por Schneider (2009).

Novos estudos sobre os efeitos dessas posições estruturais de destaque no desempenho das corporações podem contribuir para o aprofundamento da presente pesquisa. Além disso, outras formas de controle corporativo (*board interlocking* e alianças de P&D, por exemplo) em uma rede multiplex também podem ser consideradas em trabalhos futuros.

O presente estudo mostrou a rede proprietária das maiores corporações do Brasil. A análise da rede mostrou como se destacam estruturalmente as maiores empresas financeiras e o próprio Estado como acionista dessas empresas. Identificamos grupos de empresas com elevados valores de controle e uma possível concentração acionária, formando uma configuração que se aproxima do capitalismo hierárquico descrito por Schneider (2019) e demonstrando a influência das corporações financeiras como acionistas no contexto corporativo brasileiro. A contribuição deste artigo preenche uma lacuna na literatura sobre controle corporativo no Brasil a partir de uma abordagem de análise de redes e apresenta resultados que convergem para o capitalismo hierárquico nas empresas do País.

REFERÊNCIAS

- Aldrighi, D., & Postali, F. A. S. (2010). Business groups in Brazil. In A. Colpan, T. Hikino, & J. Lincoln (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (Vol. 1, pp. 353-386). Oxford: Oxford University Press, UK.
- Bahamonde, J., Bollen, J., Eejejalde, E., Ferres, L., & Poblete, B. (2018). Power structure in Chilean news media. *PLoS ONE*, 13(6):e0197150. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0197150>
- Bastian, M., Heymann, S., & Jacomy, M. (2009). Gephi: An Open Source Software for Exploring and Manipulating Networks. *Proceedings of the International AAAI Conference on Web and Social Media*, 3(1), 361-362. Recuperado de <https://ojs.aaai.org/index.php/ICWSM/article/view/13937>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property* (Vol. 1). New York, USA: Editor Macmillan.
- Bin, D. (2016). The politics of financialization in Brazil. *World Review of Political Economy*, 7(1), 106-126. <https://doi.org/10.13169/worlrevipoliecon.7.1.0106>
- Bizberg, I. (2014). Types of Capitalism in Latin America. *Interventions économiques*. 49. <https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1772>
- Blondel, V., Guillaume, J. L., Lambiotte, R., & Lefebvre, E. (2008). Fast unfolding of communities in large networks. *Journal of Statistical Mechanics: Theory and Experiment*, 2008(10), 1000-1008. <https://doi.org/10.1088/1742-5468/2008/10/p10008>
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., & Powell, J. (2020). Subordinate financialization in emerging capitalist economies. In *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 177-187). Routledge.

- Borgatti, S. P., Everett, M. G., & Johnson, J. C. (2013). *Analyzing social networks* (Vol. 1). Sage, Thousand Oaks, CA.
- Borghini, R. A. Z., Sarti, F., & Cintra, M. A. M. (2013). The financialized structure of automobile corporations in the 2000s. *World Review of Political Economy*, 4(3), 387-409. doi: <https://doi.org/10.13169/worrevipoliecon.4.3.0387>
- Boyd, B. & Solarino, A. (2016). Ownership of Corporations: A Review, Synthesis, and Research Agenda. *Journal of Management*. 42. <https://doi.org/10.1177/0149206316633746>
- Boyer, R. (2005). How and why capitalisms differ. *Economy and Society*, 34(4), 509-557. <https://doi.org/10.1080/03085140500277070>
- Bruno, M., & Caffe, R. (2017). Estado e financeirização no Brasil: Interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, 26(SPE), 1025-1062. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art8>
- Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Reis, A. C., & Rubens, M. (2011). Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, 31(1), 730-750. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000500003>
- Campos, P. H. P. (Março, 2018). Capital estrangeiro no setor brasileiro de infraestrutura: História e situação atual. *Jornal dos Economistas*, 343. Recuperado de <https://bitly.com/LXzKhzCJh>
- Cárdenas J. (2016). Why do corporate elites form cohesive networks in some countries, and do not in others? Cross-national analysis of corporate elite networks in Latin America. *International Sociology*, 31(3), 341-363. <https://doi.org/10.1177/0268580916629965>
- Cardoso, V. I. C., Maia, A. B. G. R., Santos, S. M. D., & Soares, F. A. (2013). O impacto da privatização no desempenho econômico: Um estudo em empresas brasileiras de grande porte. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 12(3), 183-211. <http://dx.doi.org/10.5585/riae.v12i3.1904>
- Carvalho, A. C. (2018). *Participação acionária em empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2018: Um estudo de redes* (Master dissertation, University of São Paulo). Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-08102018-153516/pt-br.php>
- Carvalho, C. E., & Vidotto, C. A. (2007) Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: Os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. *Nova Economia*, 17(3), 395-425. <http://dx.doi.org/10.1590/S0103-63512007000300002>
- Coates, D. (2002). Varieties of Capitalism: The institutional foundations of comparative advantage. *American Political Science Review*, 96(3), 661-662. <https://doi.org/10.1017/S0003055402740367>
- Collins, J., & Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Corrado, R., & Zollo, M. (2006). Small worlds evolving: Governance reforms, privatizations, and ownership networks in Italy. *Industrial and Corporate Change*, 15(2), 319-352. <https://doi.org/10.1093/icc/dtj018>
- Coutinho, L. G., & Belluzzo, G. D. M. (1998). “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, 7(2), 137-150. Recuperado de <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643156>

- Cuervo-Cazurra, A., Inkpen, A., & Musacchio, A. (2014). Governments as owners: State-owned multinational companies. *Journal of International Business Studies*, 45(8), 919-942. <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.43>
- Davis, G. (2008). A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States. *European Management Review*, 5(1), 11-21. <https://doi.org/10.1057/emr.2008.4>
- Davis, G. F., & Cobb, J. (2010). Resource Dependence Theory: Past and future. *Research in the Sociology of Organizations*, 28 21-42. [https://doi.org/10.1108/S0733-558X\(2010\)0000028006](https://doi.org/10.1108/S0733-558X(2010)0000028006)
- Davis, G., & Kim, S. (2015). Financialization of the economy. *Review of Sociology*, 41, 203-221. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402>
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy* (Vol. 1). Edward Elgar Publishing, UK.
- Evans, P. B. (2012). *Embedded autonomy* (Vol. 1). Princeton University Press, US.
- Fichtner, J., Heemskerk, E., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326. <https://doi.org/10.1017/bap.2017.6>
- Fleury, A., & Fleury, L. T. M. (January, 2006). *China and Brazil in the Global Economy*. IDS Bulletin, 37(1). Recuperado de <https://www.ids.ac.uk/publications/china-and-brazil-in-the-global-economy/>
- Fligstein, N. (1990). *The transformation of corporate control*. Cambridge, USA: Harvard University Press.
- Fligstein, N., & Brantley, P. (1992). Bank control, owner control, or organizational dynamics: Who controls the large modern corporation? *American Journal of Sociology*, 98(2), 280-307. <https://doi.org/10.1086/230009>
- Fligstein, N. (2001). *The architecture of markets: An economic sociology for 21st century capitalism*. Princeton University Press, Princeton, N.J
- Fu, S., & Cooper, K. (2020). Interorganizational network portfolios of nonprofit organizations: Implications for collaboration management. *Nonprofit Management and Leadership*, 31(3), 437-459. <https://doi.org/10.1002/nml.21438>
- Gill, M. S., Vijay, T. S., & Jha, S. (2009). Corporate governance mechanisms and firm performance: A survey of literature. *The Icfai University Journal of Corporate Governance*, 8(1), 7-21. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2018-0244>
- Glattfelder, J. (2010). *Ownership networks and corporate control: Mapping economic power in a globalized world* (Phd thesis, ETH Zurich). Recuperado de <https://www.research-collection.ethz.ch/handle/20.500.11850/152305>
- Glattfelder, J., & Battiston, S. (2019). The architecture of power: Patterns of disruption and stability in the global ownership network. SSRN 3314648.
- Hafner-Burton, E., Kahler, M., & Montgomery, A. (2009). Network analysis for international relations. *International Organization*, 63(3), 559-592. <https://doi.org/10.1017/S0020818309090195>

- Hall, P. A., & Soskice, D. (2001). *An introduction to varieties of capitalism*. 21-27. Recuperado de <https://scholar.harvard.edu/files/hall/files/vofcintro.pdf>
- Ireland, P. (2012). *Financialization and corporate governance*. *Northern Ireland Legal Quarterly*, 60, 1. <http://dx.doi.org/10.53386/nilq.v60i1.472>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jeude, J., Aste, T., & Caldarelli, G. (2019). *The multilayer structure of corporate networks*. *New Journal of Physics*, 21(2), 025002. <https://doi.org/10.1088/1367-2630/ab022d>
- Kädtler, J., & Sperling, J. H. (2002). *The power of financial markets and the resilience of operations: Argument and evidence from the German car industry*. *Competition & Change*, 6(1), 81-94. doi: <https://doi.org/10.1080/10245290212672>
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, P. J. (2018). *Subordinated financial integration and inancialization in emerging capitalist economies: The Brazilian experience*. *New Political Economy*, 23(3), 290-313. <https://10.1080/13563467.2017.1349089>
- Kogut, B., & Walker, G. (2001). *The small world of Germany and the durability of national networks*. *American Sociological Review*, 66(3), 317-335. <https://doi.org/10.2307/3088882>
- Krippner, G. (2005). *The financialization of the American economy*. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173-208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- Lazonick, W. (2010). *Innovative business models and varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. corporation*. *Business History Review*, 84(4), 675-702. <https://doi.org/10.1017/S0007680500001987>
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). *Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance*. *Economy and Society*, 29(1), 13-35. <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- Lazzarini, G. S. (2011). *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões* (Vol. 1). Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.
- Lira, F. R. F. T. de. (2008). *Efeitos da "financeirização" sobre a economia brasileira*. Curitiba, PR: Vitrine da Conjuntura.
- Lung, Y. (2004). *The changing geography of the European automobile system*. *International Journal of Automotive Technology and Management*, 4(2/3), 137-165. <https://doi.org/10.1504/IJATM.2004.005324>
- MarketScreener. (2020). *MarketScreener*. Recuperado de <https://www.marketscreener.com/>
- Miller, R. M. (2010). *Latin American business history and varieties of Capitalism*. *The Business History Review*, 84(4), 653-657. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/27917302>
- Miranda, B., Crocco, M., & Santos, F. (2017). *Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não -financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa*. *Brazilian Keynesian Review*, 3(1), 75-94. <https://doi.org/10.33834/bkr.v3i1.100>

- Miranda, B. P. J. D., Crocco, M. A., & Santos, F. B. (2009). Impactos da financeirização sobre o padrão de financiamento e a governança das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto: Período de 1995-2008. *XVI Seminário sobre a Economia Mineira*, Diamantina, Minas Gerais.
- Moraes, G. C. L. (2017). Nas asas do capital: Embraer, financeirização e implicações sobre os trabalhadores. *Caderno CRH*, 30(79), 13-31. <https://doi.org/10.1590/S0103-49792017000100002>
- Moreira, M., & Puga, F. (2000). Como a indústria financia o seu crescimento: Uma análise do Brasil Pós-Plano Real. *Revista Econômica Contemporânea*, 5, 35-67. Recuperado de <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19706>
- Morgan, G., & Kristensen, P. H. (2006). The contested space of multinationals: Varieties of institutionalism, varieties of capitalism. *Human Relations*, 59(11), 1467-1490. <https://doi.org/10.1177/0018726706072866>
- Murdie, A. (2014). The ties that bind: A network analysis of human rights international nongovernmental organizations. *British Journal of Political Science*, 44(1), 1-27. <https://doi.org/10.1017/S0007123412000683>
- Newman, M. (2010). *Networks: An introduction* (Vol. 1). Oxford University Press, UK.
- Oberg, A., Korff, V. P., & Powell, W. W. (2017). Culture and connectivity intertwined: Visualizing organizational fields as relational structures and meaning systems, structure, content and meaning of organizational networks. *Research in the Sociology of Organizations*, 53, 17-47. <https://doi.org/10.1108/S0733-558X20170000053001>
- Orbis. (2020). *Orbis Database*. Recuperado de <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis>
- Panceira, J. P. (2011). *Central banking in middle income countries in the course of financialisation: A study with special reference to Brazil and Korea* (Phd thesis, University of London).
- Plihon, D. A. (2005). As grandes empresas fragilizadas pela finanças. In F. Chesnais (Org.), *A finança mundializada* (pp. 133-151). São Paulo, SP: Editora Boi Tempo.
- Rodrigues, L. H. C., & Jurgenfeld, F. C. (2019). Desnacionalização e financeirização: Um estudo sobre as privatizações brasileiras (de Collor ao primeiro governo FHC)*. *Economia e Sociedade*, 28(2), 393-420. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2019v28n2art05>
- Sacomano, M., Carmo, J. M., Ribeiro, E. S., & Cruz, G. V. W. (2020). Corporate ownership network in the automobile industry: Owners, shareholders and passive investment funds. *Research in Globalization*, 2, 100016. <https://doi.org/10.1016/j.resglo.2020.100016>
- Schapiro, G. M., & Pereira, A. S. (2019). Um palacete assobradado: A coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro. *Revista Direito GV*, 15(3). <https://doi.org/10.1590/2317-6172201936>
- Schneider, B. (2009). Hierarchical market economies and varieties of Capitalism in Latin America. *Journal of Latin American Studies*, 41(3), 553-575. <https://doi.org/10.1017/S0022216X09990186>

- Schneider, R. B., & Soskice, D. (2009). Inequality in developed countries and Latin America: Coordinated, liberal and hierarchical systems. *Economy and Society*, 38(1), 17-52. <https://doi.org/10.1080/03085140802560496>
- Scott, R. W. (2004). Reflections on a half-century of organizational sociology. *Annual Review of Sociology*, 30(1), 1-21. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.30.012703.110644>
- Swedberg, R. (2004). Economic sociology: Today and tomorrow. *Tempo Social*, 16(2), 7-34. <https://doi.org/10.1590/S0103-20702004000200001>
- Taylor, M. (2015) *The Unchanging Core of Brazilian State Capitalism, 1985-2015* (October 14, 2015). School of International Service Research Paper No. 2015-8, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2674332> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2674332>
- Taylor, M. (2020). *Decadent developmentalism: The political economy of democratic Brazil*. Cambridge: Cambridge University Press, UK.
- Uzzi, B., Amaral, L. A., & Tsochas, F. R. (2007). Small world networks and management science research: A review. *European Management Review*, 4(2), 77-91. doi: <https://doi.org/10.1057/palgrave.emr.1500078>
- Valor1000. (2019). Ranking 1.000 maiores empresas do Brasil. Recuperado de <https://especial.valor.com.br/valor1000/2020>
- Vitali, S., & Battiston, S. (2014) The community structure of the global corporate Network. *PLoS ONE*, 9(8), e104655. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0104655>
- Vitali, S., Glattfelder, J. B., & Battiston, S. (2011). The network of global corporate control. *PLoS ONE*, 6(10), e25995. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0025995>
- Vitols, S. (2001). Varieties of corporate governance: Comparing Germany and the UK. In Hall & Soskice (Eds.), *Varieties of Capitalism: The institutional foundations of comparative advantage* (Vol. 1, pp. 337-369). Oxford University Press, UK.
- Wahl, M. (2006). The ownership structure of corporations: Owners classification & typology. *EBS Review*, 2(21), 94-103. Recuperado de <https://www.etis.ee/Portal/Publications/Display/9e9c2384-9b89-4552-ac14-9f0043b58417>
- Wasserman, S., & Faust, K. (1994). *Social network analysis*. Cambridge: Cambridge University Press, UK.
- Wilson, F. J., Buchnea, E., & Tilba, A. (2018) The British corporate network, 1904–1976: Revisiting the finance–industry relationship. *Business History*, 60(6), 779-806. <https://doi.org/10.1080/00076791.2017.1333106>
- Wolff, J. (2016). Business power and the politics of Postneoliberalism: Relations between governments and economic elites in Bolivia and Ecuador. *Latin American Politics and Society*, 58(2), 124-147. <https://doi.org/10.1111/j.1548-2456.2016.00313.x>
- WorldBank. (2021, July 1). *World Development Indicators database*. Recuperado de https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?most_recent_value_desc=true

World Trade Organization. (2020). *Report*. Recuperado de https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/daily_update_e/trade_profiles/BR_e.pdf

Zwan, N. Van Der. (2014). *Making sense of financialization*. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99- 129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>

CONFLITOS DE INTERESSE

Os autores não têm conflitos de interesse a declarar.

CONTRIBUIÇÃO DOS AUTORES

Wilton Vicente Gonçalves da Cruz: Análise Formal; Conceituação; Curadoria de Dados; Escrita – Primeira Redação; Escrita – Revisão e Edição; Metodologia; Software

Mário Sacomano Neto: Análise Formal; Conceituação; Escrita – Primeira Redação; Escrita – Revisão e Edição; Metodologia; Software.

Evandro Marcos Saidel Ribeiro: Escrita – Revisão e Edição; Metodologia; Software.