

UNIVERSIDAD DE SALAMANCA

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN Y ECONOMÍA DE LA EMPRESA

PROGRAMA DE DOCTORADO INTERUNIVERSITARIO EN ECONOMÍA DE LA EMPRESA



**VNiVERSiDAD
D SALAMANCA**

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

TESIS DOCTORAL

MENCIÓN DOCTORADO INTERNACIONAL

BUSINESS GROUPS AND THE ADVANTAGE OF EMPLOYMENT FLEXIBILITY

Tesis Doctoral presentada por:

Pablo Francisco Doucet Sánchez

Dirigida por:

Dra. D^a. Isabel Suárez González

Dr. D. Ignacio Requejo Puerto

Salamanca, 2022



VNiVERSiDAD
D SALAMANCA

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

AUTORIZACIÓN DE LOS DIRECTORES DE LA TESIS DOCTORAL PARA SU PRESENTACIÓN

Dra. Isabel Suárez González y Dr. Ignacio Requejo Puerto, como Directores de la Tesis Doctoral “BUSINESS GROUPS AND THE ADVANTAGE OF EMPLOYMENT FLEXIBILITY”, realizada por D. Pablo F. Doucet Sánchez en el Programa de Doctorado de Economía de la Empresa de la Universidad de Salamanca, autorizan su presentación a trámite dado que reúne las condiciones necesarias para su defensa.

Y para que conste a los efectos oportunos, se firma la presente en Salamanca, a 5 de julio de 2022.

Fdo.: Isabel Suárez González

Fdo.: Ignacio Requejo Puerto

To Mum, Dad, Luis, Polly and Max.

Table of Contents

AGRADECIMIENTOS	9
CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN GENERAL	11
1. 1. Una introducción a los grupos empresariales	13
1. 1. 1. Grupo empresarial: conceptos y definiciones.....	13
1. 1. 2. Cómo los grupos empresariales son diferentes	14
1. 1. 3. Teorías existentes sobre la naturaleza y funciones de los grupos empresariales	15
1. 1. 3. 1. Los grupos empresariales como un dispositivo para suplir ‘huecos’: La perspectiva de los vacíos institucionales	16
1. 1. 3. 2. Los grupos empresariales como un dispositivo financiero: la perspectiva del atrincheramiento/explotación	17
1. 1. 3. 3. Los grupos empresariales como una forma de compartimentar riesgo: la perspectiva de la partición de activos	18
1. 2. Resumen de los tres proyectos de investigación empírica	20
1. 2. 1. Proyecto 1: Condiciones en el mercado de trabajo y el valor de los mercados internos de trabajo en grupos empresariales	22
1. 2. 2. Proyecto 2: La forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales, flexibilidad laboral y propiedad familiar.....	23
1. 2. 3. Proyecto 3: Grupos empresariales y el valor de los recursos humanos ociosos	24
CHAPTER 1. GENERAL INTRODUCTION.....	27
1. 1. An introduction to business groups.....	29
1. 1. 1. Business group: Concepts and definitions.....	29
1. 1. 2. How business groups are different	30
1. 1. 3. Existing theories of the nature and functions of business groups	31

1. 1. 3. 1. Business groups as a gap-filling device: The institutional voids perspective.....	31
1. 1. 3. 2. Business groups as a financial device: The entrenchment/exploitation perspective.....	33
1. 1. 3. 3. Business groups as a device for compartmentalizing risk: The asset partitioning perspective	34
1. 2. Overview of the three empirical research projects	35
1. 2. 1. Project 1: Labor market conditions and the value of business groups' internal labor markets.....	36
1. 2. 2. Project 2: The multi-entity organizational form of business groups, employment flexibility, and family ownership	37
1. 2. 3. Project 3: Business groups and the value of human resource slack.....	38
CAPÍTULO 5. DISCUSIÓN GENERAL	41
5. 1. Resumen de los resultados	41
5. 2. Contribuciones	43
5. 2. 1. Los beneficios de los mercados internos de trabajo en grupos empresariales	43
5. 2. 2. Los beneficios de la afiliación más allá de la rentabilidad financiera	45
5. 3. 3. Los beneficios de la afiliación en países desarrollados.....	48
5. 3. Implicaciones practicas.....	49
5. 3. 1. Los mercados internos de trabajo en grupos empresariales	49
5. 3. 2. La forma organizacional multi-entidad	52
5. 4. Direcciones para la investigación futura	53
5. 5. Reflexiones finales	55
CHAPTER 5. GENERAL DISCUSSION	57
5. 1. Overview of findings	57

5. 2. Research contributions	59
5. 2. 1. The benefits of the internal labor markets of business groups	59
5. 2. 2. Affiliation benefits beyond financial performance	61
5. 3. 3. The benefits of group affiliation in developed countries	63
5. 3. Practical implications	64
5. 3. 1. Business groups' internal labor markets	65
5. 3. 2. The multi-entity organizational form	66
5. 4. Future research directions	67
5. 5. Final thoughts	69
APPENDIX	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
REFERENCES	71

AGRADECIMIENTOS

La realización de esta tesis doctoral no habría sido posible sin el apoyo de una serie de personas y organizaciones. En primer lugar, mis directores, Isabel Suárez González e Ignacio Requejo Puerto. Isabel, eres mi mentora académica. Me has ayudado a entrar en el mundo de la academia y desde entonces has seguido siendo extremadamente generosa (y paciente) conmigo. En el marco de la realización de esta tesis, me has dado libertad para desarrollar mis propias preguntas de investigación y a la vez has servido de muro de contención para centrar las investigaciones que aquí se exponen. Tus comentarios y reflexiones han sido un estímulo intelectual constante y espero tener la suerte de seguir recibéndolos más allá de este periodo predoctoral.

Ignacio, te estaré eternamente agradecido por dirigir esta tesis doctoral. Tu generosidad ha sido el caballo de tiro de este proyecto. Desde el inicio, has depositado una enorme confianza en mí, motivándome a explorar aquellas áreas de investigación que me han ido cautivando y ayudándome tanto con tu conocimiento como con tu tiempo, a consolidarme en ellas. Uno de mis propósitos centrales con esta tesis ha sido no decepcionarte. Espero no haberlo hecho y seguir colaborando contigo en futuras investigaciones, seguir aprendiendo de ti y, me permito decir, seguir disfrutando de tu amistad.

Este trabajo ha sido incubado en el Seminario 133 trabajando codo con codo con mis ‘colleagues’ del Programa de Doctorado en Economía de la Empresa de la Universidad de Salamanca. A todos ellos les agradezco su cariño y compañerismo. También quiero generalizar mi agradecimiento al Departamento de Administración y Economía de la Empresa y al Instituto Multidisciplinar de Empresa de la Universidad de Salamanca. Desde que comencé el Máster Universitario en Investigación en Administración y Economía de la Empresa en 2018 han sido un apoyo constante sin el cual este proyecto nunca se hubiera realizado. Es verdaderamente un orgullo formar parte de ellos.

Quisiera también manifestar mi gratitud a Pedro de Faria y a todos los miembros del Departamento de Innovation Management & Strategy de la Universidad de Groningen

(Rijksuniversiteit Groningen) por haberme acogido con suma amabilidad durante mi estancia de investigación. Vivir esta experiencia increíble e interactuar con este magnífico grupo de académicos ha sido igualmente trascendental en el desarrollo de esta tesis doctoral y en mi formación como investigador.

A su vez, esta tesis doctoral tampoco habría sido posible sin el apoyo financiero que he recibido del Ministerio de Educación y Ciencia español con el contrato predoctoral (FPU18/02200); también agradezco el apoyo financiero que han recibido mis investigaciones realizadas durante el periodo predoctoral, en concreto como parte de proyectos de investigación financiados por el Ministerio de Ciencia e Innovación (PID2019-107546GA-I00) y por el Gobierno de Castilla y León (SA069G18 y SA106P20).

A mis familiares y amigos. Siempre me habéis apoyado incondicionalmente en cualquier empresa que me he propuesto comenzar. No es de extrañar por tanto que esta tesis doctoral existe gracias a vuestro cariño y amparo.

Por último, quiero agradecer a mi mujer y mejor amiga, Polly, por acompañarme y ser cómplice de este proyecto. También a nuestro hijo Max, que vino a este mundo durante la elaboración de esta tesis para iluminar nuestras vidas. Tampoco la concibo sin la compañía de nuestro perrito Michael. Nada de esto tendría sentido sin vosotros.

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN GENERAL

La investigación en grupos empresariales—definidos como una constelación de empresas bajo la misma propiedad y control—se acelera, particularmente en torno a si los grupos empresariales crean o destruyen valor para las empresas afiliadas (p. ej., Carney et al., 2011; Chu, 2004; Locorotondo et al., 2012; Yiu et al., 2007). Este creciente interés está justificado por la enorme significación económica de estas organizaciones, tanto en países desarrollados como en emergentes (Belenzon & Berkovitz, 2008; Khanna & Yafeh, 2010; Schneider et al., 2018). En esta línea de investigación, la explicación dominante es que los grupos empresariales añaden valor a las empresas miembro rellenando los vacíos generados por las imperfecciones que caracterizan a los mercados e instituciones de países emergentes (Khanna & Palepu, 1997; Leff, 1978).

Sin embargo, todavía no entendemos plenamente las consecuencias de la afiliación por las siguientes razones. Primero, la literatura se ha centrado mayormente en cómo los grupos pueden crear valor para sus miembros funcionando como un mercado interno de capitales (MIC) en respuesta a ineficiencias en el mercado externo (p. ej. Almeida et al., 2015; Belenzon et al., 2013; Boutin et al., 2013; Chittoor et al., 2015; Kabbach-de-Castro et al., 2022). Sin embargo, sabemos muy poco de los beneficios de articular mercados internos de trabajo (MIT) y de los factores que alteran su valor potencial (Belenzon & Tsolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O'Brien, 2020; Huneus et al., 2021; Jung et al., 2019). En segundo lugar, la mayor parte de la literatura sobre grupos empresariales se centra en cómo la afiliación afecta a la rentabilidad financiera de las empresas miembro, pero ignora en gran medida otros beneficios de la afiliación que no se reflejan directamente en las métricas de rentabilidad financiera (Carney et al., 2011; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al., 2012). Este vacío en particular puede esconder ventajas/desventajas importantes de la afiliación por dos razones. Por un lado, las empresas afiliadas suelen sacrificar su rentabilidad financiera si ello maximiza la utilidad del grupo en su conjunto (Bamiatzi et al., 2014; Cestone & Fumagalli, 2005; Chang & Hong, 2000; Khanna & Yafeh, 2005). Por otro lado, varios grupos de interés

pueden apropiarse de las rentas generadas por la afiliación antes de que éstas puedan verse reflejadas en las métricas de rentabilidad financiera de una empresa miembro (Coff, 1999; Crook et al., 2011). Por lo tanto, analizar la rentabilidad financiera de una empresa afiliada mientras se ignoran las transacciones internas del grupo y la apropiabilidad de las rentas nos aboca a establecer conclusiones erróneas sobre las consecuencias de la afiliación. Y, relacionado con esto, la mayoría de los trabajos empíricos se limitan a comparar empresas afiliadas con no afiliadas, un diseño de investigación que no es capaz de aislar las ventajas que subyacen a la forma organizacional misma, y que quizás nunca lleguen a reflejarse en cada empresa miembro individualmente sino en la estructura global de la organización (Manikandan & Ramachandran, 2015). Finalmente, sabemos muy poco sobre cómo añade valor la afiliación en países más desarrollados. Aunque los grupos empresariales son un modelo organizacional con una enorme presencia y significación económica también en estas economías (Belenzon et al., 2013; Belenzon et al., 2019b; Belenzon & Berkovitz, 2008), la investigación permanece muy centrada en los grandes grupos empresariales de países emergentes (Aguilera et al., 2020; Carney et al., 2011; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al., 2012).

En este contexto, nuestro objetivo es incrementar nuestro conocimiento sobre los beneficios de la afiliación investigando cómo los mercados internos de trabajo y la estructura multi-entidad afecta la habilidad de las empresas afiliadas para reconfigurar y maximizar la eficiencia del capital humano. Para cumplir este objetivo general, llevamos a cabo tres proyectos empíricos con muestras que incluyen hasta un total de 33.017 grupos empresariales europeos, desarrollando preguntas de investigación que nos ayudan a avanzar más allá de lo que actualmente sabemos en torno al valor generado por los mercados internos de trabajo y el carácter multi-entidad de los grupos empresariales. En lo que resta de capítulo, presentamos la definición de grupos empresariales usada a lo largo de esta tesis doctoral y discutimos cómo se diferencia el grupo empresarial de otros modelos organizacionales. Seguidamente, describimos brevemente las principales teorías existentes para explicar el fenómeno de los grupos

empresariales. Por último, cerramos el capítulo esbozando los tres proyectos empíricos que realizamos para cumplir nuestro objetivo de investigación.

1. 1. Una introducción a los grupos empresariales

1. 1. 1. Grupo empresarial: conceptos y definiciones

Los grupos empresariales son etiquetados de forma distinta en diferentes países y regiones (Jones & Colpan, 2010; Colpan & Cuervo-Cazurra, 2018; Cuervo-Cazurra, 2006; Yiu et al., 2007). Por ejemplo, son llamados *chaebols* en Corea del Sur (Kim, 2010), *grupos económicos* en América Latina (Aldrighi & Postali, 2010; Fracchia et al., 2010; Hoshino, 2010; Lefort, 2010), *business houses* en India (Sarkar, 2010), *qiye jituan* en China (Lee & Kang, 2010), *family holdings* en Turquía (Colpan, 2010), *keiretsu* en Japón (Miyajima & Kawamoto, 2010; Lincoln & Shimotani, 2010), o *grupos* en España (Cuervo-Cazurra, 2018). Asimismo, existen muchas definiciones de grupo empresarial. Éstas difieren en la naturaleza de las relaciones que se establecen entre las unidades que componen el grupo, siendo la distinción más importante entre relaciones de propiedad y relaciones sin propiedad. En el caso de las relaciones de propiedad, un grupo empresarial es constituido si el mismo propietario último tiene directa o indirectamente una participación suficiente para asegurar el control en varias empresas legalmente independientes. En el caso de las relaciones sin propiedad, la pertenencia a un grupo empresarial viene determinada por la existencia de distintas conexiones estables sin propiedad como lazos comerciales (p. ej., transacciones entre empresas) y/o relaciones sociales (familiares, amistad, etc.) (Goto, 1982; Granovetter, 1994, 1995; Lincoln & Sargent, 2018).

Generalmente, las relaciones con propiedad son las más analizadas en las literaturas de desarrollo económico, finanzas, gobernanza y estrategia, mientras que la investigación en sociología enfatiza mayormente los vínculos sin propiedad (Colpan & Hikino, 2010). Aunque no negamos que las relaciones sin propiedad pueden jugar un papel importante en el comportamiento y desempeño de las empresas que las establecen, a lo largo de esta tesis doctoral nuestra definición de grupo empresarial

está basada en vínculos de propiedad que permiten a un propietario tomar el control de dos o más compañías legalmente independientes. En comparación con otras alternativas, las relaciones de propiedad tienen la ventaja de ser objetivas y cuantificables (Aguilera et al., 2020; Cainelli & Iacobucci, 2011). Por tanto, entendemos un grupo empresarial como *una confederación de dos o más empresas legalmente independientes que son controladas por el mismo propietario último*.

Para asegurarnos que los vínculos de propiedad que observamos representan un control efectivo—es decir, el poder de determinar la asignación de recursos dentro de las empresas del grupo—, exigimos un mínimo de derechos a voto en el consejo de administración (La Porta et al., 1999). Como las muestras que analizamos en nuestros tres proyectos empíricos están mayormente compuestas de empresas no cotizadas, consideramos como propietario último de una empresa a aquel que posee más del 50% de los derechos a voto (p. ej., Belenzon et al., 2013; Belenzon & Berkovitz, 2010). De esta forma, evitamos resultados contradictorios asociados con situaciones en las que existen dos propietarios últimos y por tanto la posibilidad de que una empresa pueda pertenecer a dos grupos empresariales al mismo tiempo cuando este umbral es más bajo. Un propietario último puede controlar una empresa—alcanzar más del 50% de los derechos a voto—bien directa o indirectamente, esto es, mediante una cadena de enlaces de propiedad: un propietario último controla una empresa, que a su vez controla otra empresa, que a su vez controla otra empresa, y así sucesivamente (Morck et al., 2005; Morck, 2010). Esta segunda forma de conseguir el control de una compañía da lugar a estructuras más complejas, con varias capas o enlaces intermedios en la cadena de control (Belenzon et al., 2019b). Por tanto, para identificar un grupo empresarial, todas las relaciones de propiedad directas e indirectas entre el propietario último y las empresas del grupo deben ser consideradas.

1. 1. 2. Cómo los grupos empresariales son diferentes

Grupos empresariales, la forma M de Chandler-Williamson o empresas multidivisionales, conglomerados y holdings son formas organizacionales comparables y todas ellas se clasifican bajo la categoría general acuñada por Chandler

como empresas “multi-unidad” (Chandler, 1977). Los grupos empresariales y las empresas multidivisionales son los dos tipos de organizaciones que se comparan más a menudo en la literatura del desarrollo económico y la estrategia (Colpan & Hikino, 2010). Los grupos empresariales se asemejan a las empresas multidivisionales en algunos aspectos, pero difieren en otros. Particularmente fuera de las economías emergentes, algunos grupos empresariales pueden ser equivalentes a estructuras multidivisionales en la medida en que son organizaciones multi-negocio caracterizadas por una dirección unitaria y administración coordinada (Cainelli & Iacobucci, 2011; Colpan & Hikino, 2010). Sin embargo, una distinción clave de la estructura multidivisional con respecto a los grupos empresariales tiene que ver con el estado legal de la sede central y las unidades estratégicas de negocio. Mientras que en los grupos empresariales cada unidad es una empresa legalmente independiente, en una empresa multidivisional la matriz y sus divisiones forman parte de la misma entidad legal. En un grupo empresarial, cada afiliada tiene su propio consejo de administración, responde antes sus propios accionistas, publica sus estados financieros anuales de forma separada, y tiene la capacidad para tomar prestado capital externo de forma independiente (Ramachandran et al., 2013). Por tanto, siguiendo nuestra definición de grupo empresarial, la distinción clave que hace esta tesis doctoral es entre organizaciones que son operadas bajo una única entidad legal y aquellas que son operadas utilizando dos o más entidades legalmente independientes, esto es, entre la forma organizacional mono-entidad y la multi-entidad.

1. 1. 3. Teorías existentes sobre la naturaleza y funciones de los grupos empresariales

En esta sección discutimos brevemente los enfoques teóricos más destacados que se han utilizado para analizar el fenómeno de los grupos empresariales. Por supuesto, existen conexiones y superposiciones entre ellas, pero sus particularidades hacen necesario analizarlas por separado. La primera perspectiva concibe los grupos empresariales como una forma eficiente de asignar recursos internamente cuando los mercados externos y las instituciones son ineficientes. La segunda perspectiva

entiende los grupos empresariales como dispositivos financieros diseñados para magnificar el control de propietarios poderosos y expropiar a los accionistas minoritarios. Finalmente, la tercera teoría hace hincapié en los beneficios de la partición de activos para explicar la proliferación y los beneficios de los grupos empresariales. A continuación, desarrollamos cada una de estas perspectivas con más detalle.

1. 1. 3. 1. Los grupos empresariales como un dispositivo para suplir ‘huecos’: La perspectiva de los vacíos institucionales

Este enfoque concibe a los grupos empresariales como un modelo organizacional eficiente para gestionar y desarrollar la actividad económica bajo las condiciones económicas, sociales y políticas que caracterizan a los mercados emergentes (Doh et al., 2017; Granovetter, 1995; Khanna & Rivkin, 2001; Leff, 1978). De acuerdo con esta perspectiva, la ubiquidad de los grupos en este contexto es el resultado de importantes deficiencias o ‘vacíos’ institucionales: subdesarrollo de los mercados financieros, arbitrariedad de las administraciones públicas, alta inestabilidad política, y mercados incompletos de los factores de producción. Por ejemplo, de acuerdo con la perspectiva de los vacíos institucionales, los grupos empresariales y sus mercados internos de capitales aparecen y medran cuando existen problemas de información asimétrica y una pobre protección de los acreedores limita el crédito a las empresas (p. ej., Belenzon et al., 2013; Boutin et al., 2013; Claessens et al., 2006; Dewaelheyns & Van Hulle, 2010; He et al., 2013; Locorotondo et al., 2014). Asimismo, la centralización de actividades relacionadas con la gestión de los recursos humanos y la reubicación de capital humano y conocimiento valioso generan valor cuando existen fricciones en el mercado externo de trabajo (Chang & Hong, 2000; Fisman & Khanna, 2004; Khanna & Palepu, 1997). A su vez, las empresas afiliadas a un grupo empresarial tienen la posibilidad de intercambiar factores de producción, capacidades y otros servicios para los cuales no existe mercado externo (Guillén, 2000; Kim, 2010). Por lo tanto, dado que concibe a los grupos empresariales mayormente como dispositivos para rellenar vacíos institucionales, esta perspectiva predice que los beneficios de la afiliación y la presencia

de grupos disminuyen conforme los países desarrollan sus instituciones, ya que las transacciones de mercado se vuelven más factibles/eficientes (p. ej., Carney, 2008; Carney et al., 2009; Chacar & Vissa, 2005; Cuervo-Cazurra & Dau, 2009; Dau et al., 2021; Hoskisson et al., 2005; Khanna & Palepu, 2000b; Kim et al., 2010; Meat and et al., 2018).

En resumen, de acuerdo con esta teoría, los grupos empresariales son modelos eficientes en los mercados emergentes (Khanna & Yafeh, 2010). Por tanto, la perspectiva de los vacíos institucionales puede explicar satisfactoriamente a los grandes y diversificados grupos empresariales que observamos en las economías emergentes. Sin embargo, tiene menos capacidad para explicar por qué la presencia de grupos empresariales no disminuye con el desarrollo económico (p. ej., Carney et al. 2017), y/o la existencia y desempeño económico de los grupos empresariales en países que se caracterizan por unas instituciones robustas y de calidad, donde poseer más de una empresa es también relativamente común (Cainelli & Iacobucci, 2011; Iacobucci & Rosa, 2005; Lechner & Leyronas, 2009). Asimismo, no consigue explicar por completo por qué algunos negocios son organizados en empresas legalmente independientes en vez de en divisiones internas, las cuales también tendrían la posibilidad de articular mercados internos de capital y otros recursos para solventar ineficiencias en los mercados externos.

1. 1. 3. 2. Los grupos empresariales como un dispositivo financiero: la perspectiva del atrincheramiento/explotación

La perspectiva del atrincheramiento o de la “magnificación del control” enfatiza el rol de los grupos empresariales como dispositivos para separar propiedad y control mediante el uso de estructuras piramidales (Carney et al., 2018; Morck et al., 2005). Las ‘pirámides’ permiten a propietarios poderosos ejercitar un control sobre una unidad económica superior a los derechos a flujos de caja que poseen de la misma. Considera el caso de una empresa A que posee directamente el 50% de la empresa B, que a su vez posee el 50% de otra empresa C. En este ejemplo, la empresa A controla la empresa C, pero sólo posee el 25% de los derechos a los flujos de caja que ésta pueda

generar. Por tanto, aunque un propietario último puede ejercer un control sustancial mediante una estructura piramidal, sólo posee una pequeña fracción del derecho a los beneficios de las compañías que se sitúan en la base de la pirámide, dado que estas empresas son poseídas indirectamente a través de otras empresas. Estas estructuras piramidales en grupos empresariales son concebidas como un mecanismo empleado por propietarios poderosos para expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios de las compañías que se sitúan en la base de la pirámide. Este problema de agencia es conocido como “*tunneling*” (Bae et al., 2002; Masulis et al., 2011), y proporciona a los grupos empresariales una ‘vida eterna’ incluso cuando pueden tener consecuencias negativas para una economía nacional (Morck et al., 2005; Morck, 2010; Pattnaik et al., 2018).

En definitiva, de acuerdo con esta perspectiva, los grupos empresariales son dispositivos que ‘magnifican el control’ y son usados por propietarios poderosos para amplificar su influencia política más allá de su riqueza real. Así pues, la perspectiva del atrincheramiento puede explicar satisfactoriamente la existencia de grandes grupos empresariales diversificados de estructura piramidal donde algunas o todas las empresas afiliadas cotizan en el mercado de valores y donde son comunes las acciones con diferente derecho a voto. Sin embargo, no es capaz de explicar la existencia de grupos empresariales en el sector de la pequeña y mediana empresa, donde las empresas afiliadas son en su mayoría no cotizadas y la concentración de la propiedad es muy alta (Belenzon et al., 2019b; Iacobucci & Rosa, 2005; Lechner & Leyronas, 2009).

1. 1. 3. 3. Los grupos empresariales como una forma de compartimentar riesgo: la perspectiva de la partición de activos

La perspectiva de la partición de activos sugiere que los sistemas legales nacionales y la necesidad de compartimentar riesgo mediante la constitución de sociedades están detrás de la formación y el crecimiento de los grupos empresariales (Belenzon et al., 2021; Hansmann & Kraakman, 2000). Específicamente, la propensión de los sistemas legales de responsabilizar al grupo en su conjunto por las pérdidas incurridas por

alguna de sus afiliadas afecta los beneficios de la responsabilidad limitada y, en última instancia, a la proliferación de los grupos empresariales (Hansmann & Squire, 2018; Hopt, 2018). Bajo una entidad legal común, las obligaciones contraídas por una división interna pueden socavar los beneficios de otras divisiones y llevar a toda la entidad a la insolvencia. Por el contrario, la forma multi-entidad de los grupos les permite compartimentar obligaciones de forma que se evita que los riesgos se expandan de una afiliada a otra (Belenzon et al., 2018; Bianco & Nicodano, 2006; Dewaelheyns & Van Hulle, 2010; Khanna & Yafeh, 2005). Así, originariamente diseñada para fomentar la inversión, la responsabilidad limitada se ha convertido en el gran motor de crecimiento de los grupos empresariales (Belenzon et al., 2018).

Por tanto, según esta perspectiva, los grupos empresariales o la forma multi-entidad son diseños organizacionales empleados para compartimentar y mitigar el riesgo a través de la constitución de sociedades y la responsabilidad limitada. De este modo, la perspectiva de la partición de activos puede explicar satisfactoriamente la presencia de grupos empresariales en aquellas jurisdicciones legales donde los tribunales judiciales raramente “perforan el velo corporativo” y hacen al total del grupo responsable por las obligaciones de alguna de sus afiliadas (Belenzon et al., 2018). Sin embargo, este enfoque tiene también algunos inconvenientes. En primer lugar, no explica satisfactoriamente por qué algunos propietarios usan la forma organizacional multi-entidad en aquellos contextos donde la propensión de que los tribunales perforen el velo corporativo es alta, esto es, donde el sistema legal tiende a considerar al grupo en su conjunto como responsable de las pérdidas/externalidades de alguna de sus afiliadas. En segundo lugar, tiene poca capacidad para explicar los grupos empresariales que son el resultado de funciones no relacionadas con la partición de activos, ya que su constitución no es afectada por la probabilidad de perforar el velo corporativo por parte de los sistemas judiciales. Por ejemplo, una estructura multi-entidad puede surgir del establecimiento de una nueva sociedad en una determinada jurisdicción para aprovechar una tributación corporativa más reducida y/o para reducir los costes de transacción de una *spin-off* mediante la preservación de un conjunto de contratos transferibles (Ayotte & Hansmann, 2013; Enriques, 2018).

Finalmente, esta perspectiva subestima los costes asociados a la partición de activos y la probabilidad de que estos superen a sus beneficios. Por ejemplo, en contraste con una organización mono-entidad, las transacciones y avales intra-grupo junto con una pobre contabilidad a nivel de afiliada pueden incrementar los costes de información y complicar los procedimientos de insolvencia y liquidación de organizaciones multi-entidad (Hansmann & Squire, 2018).

1. 2. Resumen de los tres proyectos de investigación empírica

El objetivo global de esta tesis doctoral es explorar cómo los grupos empresariales aprovechan sus mercados internos de trabajo y su forma multi-entidad para generar valor en términos de una habilidad superior para ajustar y maximizar la eficiencia del capital humano. A su vez, esto puede mejorar nuestro conocimiento sobre los beneficios de la afiliación más allá de aquellos (i) relacionados con la articulación de mercados internos de capitales, (ii) que se reflejan en las métricas de rentabilidad financiera, (iii) que sólo se perciben a nivel de la empresa afiliada, y (iv) que aparecen en las economías emergentes. Para cumplir con este objetivo, llevamos a cabo tres proyectos empíricos sobre grupos empresariales europeos que operan en todos los sectores de la economía, excluyendo el sector financiero. Cada uno de ellos aborda una pregunta de investigación particular para generar nuevo conocimiento sobre el valor de los mercados internos de trabajo y la estructura multi-entidad de los grupos empresariales. En el capítulo 2, analizamos cómo diferentes configuraciones de fricciones en el mercado externo de trabajo afectan al valor potencial de los mercados internos de trabajo. En el capítulo 3, basándonos en la perspectiva de la partición de activos, exploramos el rol de la forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales como una fuente alternativa de flexibilidad laboral—la habilidad de ajustar fluidamente la fuerza laboral a las condiciones de demanda. En el capítulo 4, argumentamos que la ventaja en flexibilidad laboral descubierta en los capítulos 2 y 3 tiene importantes implicaciones para las decisiones de empleo en las empresas afiliadas, y estudiamos cómo esta ventaja reduce el valor de los recursos humanos

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN GENERAL

ociosos al incrementar su asociación con ineficiencias y mala gestión. La Figura 1 muestra una visión global de los tres proyectos empíricos.

Figura 1. Resumen de la tesis doctoral

	Capítulo 2 Condiciones en el mercado de trabajo y el valor de los mercados internos de trabajo en grupos empresariales	Capítulo 3 La forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales, flexibilidad laboral y propiedad familiar	Capítulo 4 Grupos empresariales y el valor de los recursos humanos ociosos
Vacío en la investigación	Sabemos poco sobre qué factores incrementan el valor de los MIT	Existen fuentes de flexibilidad laboral aparte de los MIT que nos son desconocidas	La literatura previa ignora cómo las ventajas detalladas en los capítulos 2 y 3 afectan el valor de los RRHH ociosos
Mecanismo teórico principal	(i) Las fricciones que limitan el movimiento <i>fuera</i> de las organizaciones pueden afectar la movilidad de los trabajadores <i>dentro</i> de las organizaciones; y (ii) distintas fricciones en el mercado externo de trabajo pueden interactuar para ofrecer a las empresas con acceso a un MIT una ventaja única en términos de flexibilidad laboral	A través de la compartimentación reputacional, la forma organizacional multi-entidad permite a los grupos ajustar su nivel de empleo con más fluidez usando el mercado externo de trabajo	El acceso a MIT reduce la necesidad de sostener HHRR infrautilizados, haciendo su valor menos evidente
Conclusión principal	Tanto las fricciones en el mercado externo de trabajo por del lado de la oferta como por el lado de la demanda generan una ventaja en términos de productividad laboral para las empresas con acceso a MIT	La forma multi-entidad otorga a los grupos una flexibilidad laboral superior, aunque esta ventaja es atenuada para el caso de la propiedad familiar	La afiliación a un grupo altera el valor de los RRHH ociosos. Estos son más nocivos para las empresas con acceso a MIT
Nivel de análisis	A nivel de empresa (Afiliadas y no afiliadas)	A nivel de unidad de negocio (todos los activos controlados por una misma propietaria en el mismo país-industria-año)	A nivel de empresa (Afiliadas y no afiliadas)

1. 2. 1. Proyecto 1: Condiciones en el mercado de trabajo y el valor de los mercados internos de trabajo en grupos empresariales

En el capítulo 2, señalamos hacia un importante vacío en la literatura previa sobre grupos empresariales y mercados internos de trabajo. Comúnmente, los académicos en el campo de los grupos empresariales asumen que los mercados internos de trabajo ayudan a sortear fricciones en el mercado externo de trabajo por el lado de la demanda, en concreto, aquellas que genera la legislación laboral (Belenson & Tsolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O’Brien, 2020; Huneus et al., 2021). En este proyecto, construyendo sobre recientes desarrollos en la literatura del capital humano estratégico (Campbell et al., 2012; R. Coff & Kryscynski, 2011), señalamos que las

fricciones por el lado de la oferta—esto es, fricciones que limitan el movimiento de los trabajadores *fuera* de las organizaciones—pueden hacer más fluido el movimiento *dentro* de las organizaciones y por lo tanto incrementar el valor de los mercados internos de trabajo. Específicamente, una mayor holgura del mercado laboral—es decir, una mayor diferencia entre el volumen de trabajo deseado por los trabajadores y el volumen real de trabajo disponible—limita notablemente la movilidad de los trabajadores fuera de las organizaciones al aumentar los costes de búsqueda, negociación y cambio. Debido a que la holgura del mercado laboral genera estas importantes fricciones por el lado de la oferta, teorizamos que ésta hace la reubicación interna de trabajadores del grupo más factible y valiosa. Además, examinamos cómo ambas fricciones de oferta y demanda interactúan para otorgar a las empresas con acceso a mercados internos de trabajo capacidades únicas para atraer, retener y reconfigurar su capital humano. Por tanto, extendemos la investigación en grupos empresariales mejorando nuestro entendimiento sobre cómo las fricciones externas en el mercado de trabajo afectan al valor potencial de los mercados internos de trabajo. A su vez, incrementamos nuestro conocimiento sobre cómo los grupos empresariales añaden valor en economías más desarrolladas.

Para testar cuantitativamente estas proposiciones, construimos y analizamos un panel de datos compuesto de 551.291 empresas europeas que operan en 208 regiones subnacionales en un total de 21 países europeos durante el periodo 2011-2019. Los países europeos analizados ofrecen un contexto empírico inigualable para contrastar nuestros argumentos, ya que están caracterizados por una enorme integración política y económica, pero a su vez muestran gran heterogeneidad en términos de fricciones por el lado de la oferta y de la demanda en el mercado de trabajo externo.

1. 2. 2. Proyecto 2: La forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales, flexibilidad laboral y propiedad familiar

En el capítulo 3, exploramos una fuente alternativa de flexibilidad laboral dentro de los grupos empresariales: la partición de los negocios en múltiples entidades legales independientes—esto es, la partición de activos o la forma organizacional multi-

entidad (Hansmann & Kraakman, 2000). La investigación previa reconoce que, en comparación con las no afiliadas, las empresas afiliadas son capaces de adaptar de forma más fluida su nivel de empleo a las condiciones de demanda debido a que tienen acceso al mercado interno de trabajo del grupo empresarial (Belenzon & Tzolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O'Brien, 2020; Huneus et al., 2021). Sin embargo, estos trabajos no pueden explicar totalmente por qué los grupos empresariales muestran una flexibilidad mayor que otras formas organizacionales que pueden articular también mercados internos de trabajo, como es el caso de las empresas multidivisionales (Chauvin & Poliquin, 2020; Tate & Yang, 2015). En este proyecto, proponemos que la estructura multi-entidad es el mecanismo perdido detrás de esta flexibilidad laboral superior. Basándonos en la visión de la partición de activos de los grupos empresariales, teorizamos que la forma multi-entidad ayuda a reducir las pérdidas reputacionales relacionadas con los despidos, una fuente importante de rigidez laboral. Adicionalmente, para esclarecer si la flexibilidad es producida por la compartimentación reputacional, consideramos cómo la propiedad familiar cambia la relación entre la estructura multi-entidad y la flexibilidad laboral.

Empíricamente, como pretendemos arrojar luz sobre los beneficios de la forma organizacional multi-entidad, este proyecto de investigación va más allá de las tradicionales comparaciones entre empresas afiliadas o no afiliadas y analiza 527.157 unidades de negocio multi-entidad y mono-entidad—todos los activos controlados por una misma propietaria en el mismo país-industria-año—durante 2011-2019 (en torno a 3.130.975 observaciones unidad-año) en 38 países europeos.

1. 2. 3. Proyecto 3: Grupos empresariales y el valor de los recursos humanos ociosos

En el capítulo 4, argumentamos que la ventaja en términos de flexibilidad laboral documentada en los capítulos 2 y 3 tiene importantes implicaciones para las decisiones de empleo en las empresas afiliadas a un grupo, y estudiamos cómo ésta cambia el valor de los recursos humanos ociosos—definidos como el número de empleados a tiempo completo en exceso de lo requerido para sostener las operaciones rutinarias de la

empresa (Mishina et al., 2004). Si los recursos humanos ociosos generan o destruyen valor es una cuestión irresoluta. Por un lado, los optimistas argumentan que los directivos pueden usar este tipo de recursos para estabilizar las operaciones centrales de la empresa y fomentar cambios estratégicos que pueden generar valor (Bourgeois, 1981; Cyert & March, 1963). Por otro lado, los escépticos sugieren que los beneficios de los recursos humanos ociosos son mínimos en comparación con el coste de sostenerlos (Bromiley, 2005; George, 2005). Sin embargo, la literatura existente ignora que muchas empresas están asociadas a un grupo empresarial.

En este tercer proyecto, utilizando el conocimiento generado en los capítulos 2 y 3, argumentamos que la afiliación a un grupo empresarial hace que el valor de los recursos humanos ociosos sea menos evidente por medio de dos mecanismos. En primer lugar, los mercados internos de trabajo ya ofrecen un ‘amortiguador’ frente a shocks internos y externos e incrementan los costes de oportunidad de sostener recursos humanos infrautilizados si no son explotados en una afiliada en particular. En segundo lugar, la forma organizacional multi-entidad ofrece a las empresas afiliadas una mayor fluidez para ajustar sus niveles de empleo a la demanda usando el mercado externo de trabajo. Para estudiar estas conjeturas, analizamos 289.000 empresas no cotizadas en 35 países europeos a lo largo del periodo 2011-2019.

CHAPTER 1. GENERAL INTRODUCTION

Research on business groups—i.e., constellations of firms under common ownership and control—is accelerating, in particular concerning the issue of whether business groups create or destroy value for group-affiliated firms (e.g., Carney et al., 2011; Chu, 2004; Locorotondo et al., 2012; Yiu et al., 2007). This interest is justified by the predominance of these organizations in both developed countries and emerging markets (Belenzon & Berkovitz, 2008; Khanna & Yafeh, 2010; Schneider et al., 2018). Along these lines, the current dominant explanation is that business groups add value to member firms by filling the voids created by market and institutional failures in emerging economies (Khanna & Palepu, 1997; Leff, 1978).

However, we still do not fully understand the consequences of group affiliation for a number of reasons. First, the literature has mostly focused on how business groups can add value to their members by functioning as internal capital markets (ICMs) in response to inefficiencies in the external markets for capital (Almeida et al., 2015; Belenzon et al., 2013; Boutin et al., 2013; Chittoor et al., 2015; Kabbach-de-Castro et al., 2022). Little is known though about the benefits of articulating internal labor markets (ILMs) in business groups and the contextual idiosyncrasies that are likely to shape their value-adding potential (Belenzon & Tsolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O'Brien, 2020; Huneus et al., 2021; Jung et al., 2019). Second, most of the business group literature focuses on how group affiliation affects the financial performance of group members, but largely ignores other benefits of group affiliation that are not directly reflected in firm profitability (Carney et al., 2011; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al., 2012). This particular gap can obscure important advantages or disadvantages of being embedded into a group by two channels. On the one hand, affiliates might sacrifice their financial performance if doing so maximizes the joint utility for the entire business group (Bamiatzi et al., 2014; Cestone & Fumagalli, 2005; Chang & Hong, 2000; Khanna & Yafeh, 2005). On the other hand, various stakeholders of the business group may appropriate the rent that affiliation advantages might have generated before it can affect a group-affiliated firm's overall performance (Coff, 1999;

Crook et al., 2011). Therefore, focusing solely on affiliate financial performance while ignoring internal group unit transactions and appropriability can potentially result in drawing wrong conclusions about the consequences of business group affiliation. Related to this, the vast majority of the empirical literature is limited to comparing group-affiliated firms with stand-alone firms, a research design that fails to isolate advantages that flow from the organizational form per se and that perhaps are not reflected in the individual group members but in the whole structure (Manikandan & Ramachandran, 2015). Finally, we know little about how affiliation can add value in more advanced economies. Although business groups are a dominant and critical business organization also in these economies (Belenzon et al., 2013; Belenzon et al., 2019b; Belenzon & Berkovitz, 2008), research remains heavily focused on large-business groups on emerging markets (Aguilera et al., 2020; Carney et al., 2011; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al., 2012).

In this context, we aim to enhance our understanding of the benefits of group affiliation by investigating how business groups' internal labor markets and multi-entity structure impact the ability of group-affiliated firms to reconfigure and maximize the efficiency of human capital. To fulfill this overarching research objective, we conduct three empirical projects that analyze samples including up to 33,017 European business groups, developing research questions that help us to venture beyond what we already know about the value-adding of internal labor markets and the multi-entity character of business groups. In the remainder of this chapter, we first present the definition of business groups used throughout this dissertation and discuss how business groups are different from other organizational forms. Subsequently, the prominent theoretical perspectives for explaining the phenomenon of business groups are briefly summarized. Finally, we close the chapter by outlining the three empirical research projects conducted to fulfill our research objective.

1. 1. An introduction to business groups¹

1. 1. 1. Business group: Concepts and definitions

Business groups are often labeled differently across countries and regions (Jones & Colpan, 2010; Colpan & Cuervo-Cazurra, 2018; Cuervo-Cazurra, 2006; Yiu et al., 2007). For example, they are called *chaebols* in South Korea (Kim, 2010), *grupos económicos* in Latin America (Aldrichi & Postali, 2010; Fracchia et al., 2010; Hoshino, 2010; Lefort, 2010), *business houses* in India (Sarkar, 2010), *qiye jituan* in China (Lee & Kang, 2010), *family holdings* in Turkey (Colpan, 2010), *keiretsu* in Japan (Miyajima & Kawamoto, 2010; Lincoln & Shimotani, 2010), or *grupos* in Spain (Cuervo-Cazurra, 2018). Likewise, many definitions have been used to identify business groups. They differ in the “nature” of the relationship among the units comprising the group, the most important distinction being between ownership and non-ownership links. In the former case, a business group is established if the same ultimate owner has directly or indirectly a stake large enough to secure control in several legally independent firms. In the latter case, the belonging to a group is determined by the existence of several forms of non-ownership stable connections such as close market ties (e.g., inter-firm transactions) and/or social relations (family, kinship, friendship) (Goto, 1982; Granovetter, 1994, 1995; Lincoln & Sargent, 2018).

Generally, ownership links occupy the center of analytical attention in the development, economics, finance, governance and strategy literatures, while in sociological research the emphasis lies mostly in non-ownership links (Colpan & Hikino, 2010). Although we do not deny that non-ownership links can influence the performance and behavior of firms, throughout this dissertation our definition of a business group is based on ownership links that allow ultimate owners to achieve control of two or more legally independent firms. Compared to other alternatives, ownership ties have the advantage of being objective and quantifiable (Aguilera et al., 2020; Cainelli & Iacobucci, 2011). Therefore, we define a business group as *a*

¹ A book chapter based on this section is published in Doucet, Requejo, & Suárez-González (2021).

confederation of two or more legally independent firms that are controlled by the same ultimate owner.

To ensure that the ownership links we observe represent actual control (i.e., the power to determine the allocation of resources within the companies of the group), they must include a minimum share of voting rights (La Porta et al., 1999). As the samples analyzed in the three empirical projects are mainly comprised of privately held firms, we consider as ultimate owner of a firm the one who owns more than 50% of the voting rights in the chain of control (for instance, see Belenzon et al., 2013; Belenzon & Berkovitz, 2010). In this way, we avoid counterintuitive findings for situations involving two controlling owners and therefore the belonging to two business groups at the same time when the threshold is lowered. An ultimate owner can control a company—achieve more than 50% stake in a firm—either directly or indirectly, i.e., through a chain of ownership relations: the ultimate owner controls a firm, which in turn controls another firm, which might itself control another firm, and so forth (Morck et al., 2005; Morck, 2010). This latter form of achieving control gives rise to more complex structures, with several layers or intermediate links in the chain of control (Belenzon et al., 2019b). Thus, to identify a business group, all the direct and indirect ownership relationships that exist between the ultimate owner and the companies that make up the group must be considered.

1. 1. 2. How business groups are different

Business groups, Chandler-Williamson “M” or multidivisional enterprises, conglomerate enterprises, and holding company organizations are comparable organizational forms and are all classified under the general category coined by Chandler as “multi-unit” enterprises (Chandler, 1977). Business groups and multidivisional enterprises are the two organizations that are most often compared with each other in the development and strategy literature (Colpan & Hikino, 2010). Business groups resemble the multidivisional form in some respects while differing in others. Particularly outside emerging economies, some business groups can be compared to the multidivisional structures as they are multi-business enterprises

characterized by unitary direction and administrative co-ordination (Cainelli & Iacobucci, 2011; Colpan & Hikino, 2010). However, a key distinguishing aspect of the multidivisional structure relative to business groups relates to the legal status of the headquarters or operating units. Whereas within business groups each unit is legally independent, in a multidivisional enterprise the parent and the divisions are all part of the same legal entity. In a business group, each affiliate has a separate board of directors, is responsible to its own shareholders, publishes a separate annual financial statement of accounts, and raises capital from investors on its own (Ramachandran et al., 2013). Therefore, following our definition of a business group, the key distinction that this dissertation makes is between organizations that are operated under a single legal entity or under two or more legally independent entities, i.e., between the single-entity and the multi-entity organizational form.

1. 1. 3. Existing theories of the nature and functions of business groups

In this section, we briefly discuss the existing prominent theoretical approaches used by scholars to analyze the phenomenon of business groups. Of course, there are connections and overlaps between them, but their particularities make it necessary to analyze them separately. The first perspective conceives business groups as an efficient way of internally allocating resources when external markets and institutions are inefficient. The second perspective understands business groups as financial devices to magnify the control of powerful owners and expropriate minority shareholders. Finally, the third theory focuses on the benefits of corporate partitioning to explain the proliferation and benefits of business groups. Next, we will discuss each of them in more detail.

1. 1. 3. 1. Business groups as a gap-filling device: The institutional voids perspective

This approach understands groups as an organizational model of business that is efficient to manage and develop the business activity in the economic, social, and political characteristics of emerging economies (Doh et al., 2017; Granovetter, 1995; Khanna & Rivkin, 2001; Leff, 1978). According to this perspective, the ubiquity of

groups in these contexts is the result of important institutional deficiencies or ‘voids’: underdevelopment of financial markets, arbitrariness of public authorities, high political instability, and incomplete markets for inputs. For example, according to this perspective, business groups and their internal capital markets appear and flourish when there are information asymmetry problems and weak protection of creditors limits arm’s-length lending (e.g., Belenzon et al., 2013; Boutin et al., 2013; Claessens et al., 2006; Dewaelheyns & Van Hulle, 2010; He et al., 2013; Locorotondo et al., 2014). Likewise, centralized management of recruitment and training, internal promotion incentives, and internal transfer of human capital and knowledge create value when external labor markets are dysfunctional (Chang & Hong, 2000; Fisman & Khanna, 2004; Khanna & Palepu, 1997). Also, those firms affiliated to a business group have the possibility of exchanging productive factors, capacities and other services that are scarce in external markets (Guillén, 2000; Kim, 2010). Therefore, given that this perspective conceives business groups mainly as gap-filling devices, it predicts that affiliation benefits and business groups presence are expected to diminish over time as countries develop more sophisticated institutions, as this implies that arm’s-length market transactions become more feasible/efficient (e.g., Carney, 2008; Carney et al., 2009; Chacar & Vissa, 2005; Cuervo-Cazurra & Dau, 2009; Dau et al., 2021; Hoskisson et al., 2005; Khanna & Palepu, 2000b; Kim et al., 2010; Meat and et al., 2018).

In sum, according to this view, business groups are “paragons” in emerging economies (Khanna & Yafeh, 2010). Therefore, the institutional voids perspective can satisfactorily explain the large-diversified business groups that we observe in emerging economies. However, it has less power to explain why business groups prevalence does not diminish over time with economic development (e.g., Carney et al. 2017), and/or the existence and economic performance of business groups in countries characterized by firmly placed market-supporting institutions, where owning more than one company is also relatively common (Cainelli & Iacobucci, 2011; Iacobucci & Rosa, 2005; Lechner & Leyronas, 2009). Likewise, it does not fully explain why some businesses are organized through legally independent entities instead of divisions,

which also make it possible to create internal markets for capital or other resources when external markets are inefficient.

1. 1. 3. 2. Business groups as a financial device: The entrenchment/exploitation perspective

The entrenchment/exploitation or “control-magnifying” perspective emphasizes the role of business groups as devices to separate ownership and control using pyramidal structures (Carney et al., 2018; Morck et al., 2005). Pyramids allow powerful owners to enjoy control rights far in excess of their cash-flow rights. For example, consider a firm A that directly owns 50% of a firm B that in turn owns 50% of a different firm C. In this case, firm A achieves control of firm C with an ultimate cash flow stake of only 25%. Therefore, although an ultimate owner can exercise substantial control throughout the pyramid, she only owns a tiny fraction of the profit rights of the companies at the bottom of the pyramid, as they are owned indirectly via other companies. These pyramidal structures of business groups are depicted as being designed by powerful owners for expropriating the wealth of the minority shareholders of the companies that are located at the base of the pyramid. This agency problem is known as “tunnelling” (Bae et al., 2002; Masulis et al., 2011), and allows business groups to gain ‘eternal life’ even when they are associated with a variety of negative consequences for a national economy (Morck et al., 2005; Morck, 2010; Pattnaik et al., 2018).

In sum, according to this perspective, business groups are “control-magnifying” devices used by powerful owners to amplify their political influence relative to their actual wealth. Therefore, the entrenchment perspective can satisfactorily explain the existence of large-diversified pyramidal business groups where some or all of the affiliated companies are listed on the stock market and cross-shareholdings and shares with different voting rights are common. However, it cannot satisfactorily explain the existence of business groups in the small business sector, where companies are predominantly unlisted and there is a widespread diffusion of wholly- or almost

wholly-owned business groups (Belenzon et al., 2019b; Iacobucci & Rosa, 2005; Lechner & Leyronas, 2009).

1. 1. 3. 3. Business groups as a device for compartmentalizing risk: The asset partitioning perspective

The asset partitioning perspective suggests that national legal systems and risk compartmentalization through incorporation are behind the formation and growth of business groups (Belenzon et al., 2021; Hansmann & Kraakman, 2000). Specifically, the propensity of legal systems to hold an entire group liable for the losses incurred by one of its affiliates affects the benefits of limited liability and ultimately the proliferation of business groups (Hansmann & Squire, 2018; Hopt, 2018). Under a common legal entity, the obligations assumed by an internal division can undermine the benefits of other divisions and ultimately drive the entity towards insolvency. In contrast, the multi-entity organizational form of groups allows them to compartmentalize liabilities, thus preventing risks from spreading from one affiliate to another (Belenzon et al., 2018; Bianco & Nicodano, 2006; Dewaelheyns & Van Hulle, 2010; Khanna & Yafeh, 2005). Thus, originally designed to encourage capital investment, limited liability has become the great engine of growth for business groups (Belenzon et al., 2018).

In sum, business groups or the multi-entity organizational form are, from this perspective, devices used by ultimate owners to compartmentalize and mitigate risk using incorporation and limited liability. Therefore, the asset partitioning perspective can satisfactorily explain the existence of business groups in those legal jurisdictions where courts seldom “pierce the corporate veil” and make the whole group liable for the liabilities of one of its affiliates (Belenzon et al., 2018). However, this approach also has some drawbacks. First, it poorly explains why owners choose the multi-entity organizational form in those contexts where there is a higher propensity of courts to pierce the corporate veil, i.e., where the legal regime tends to consider the entire group as responsible for the losses/externalities of any of its affiliates. Second, it cannot explain business groups that are the result of “non-partitioning” functions that are not

affected by de-partitioning remedies such as veil piercing. For example, a multi-entity organization form might be created to establish a legal domicile in a particular jurisdiction to take advantage of its low tax rate and/or reduce the transaction costs of spin-offs by preserving transferable bundle of contracts (Ayotte & Hansmann, 2013; Enriques, 2018). Finally, this perspective underestimates the costs of asset partitioning that may outweigh its benefits. For example, compared to the single-entity organization case, intragroup transactions and guarantees along with poor accounting at the affiliate level can increase information costs and complicate bankruptcy proceedings of a multi-entity organizational form (Hansmann & Squire, 2018).

1. 2. Overview of the three empirical research projects

Our overarching goal in this dissertation is to explore how business groups leverage their internal labor markets and multi-entity form to generate value in terms of a superior ability to adjust and maximize the efficiency of human capital. This in turn can improve our understanding on the benefits of group affiliation beyond (i) those related with intra-group share of capital, (ii) financial profitability, (iii) those that are only reflected at the affiliate level, (iv) and those that appear in emerging economies. To fulfill this research objective, we conduct three empirical projects on European business groups operating in all sectors of the economy, excluding the financial sector. Each of the projects addresses a unique research question and provides insights into the value-adding of internal labor markets and the multi-entity character of business groups. In chapter 2, we analyze how different configurations of external labor market frictions affect the potential value of internal labor markets (ILM) in business groups. In chapter 3, building on the asset partitioning view of business groups, we explore the role of the multi-entity organizational form of business groups as an alternative source of employment flexibility—the ability of smoothly adjusting the labor pool on demand. In chapter 4, we argue that the flexibility advantage uncovered in chapters 2 and 3 has important implications for employment decisions for group firms, and we study how the flexibility advantage changes the value of human resources slack, by making it less intuitive. Figure 1 provides an overview of the three empirical projects.

Figure 1. Overview of dissertation

	Chapter 2 Labor market conditions and the value of business groups' internal labor markets	Chapter 3 The multi-entity organizational form of business groups, employment flexibility, and family ownership	Chapter 4 Business groups and the value of human resource slack
Core research gap	We know little about what conditions make ILMs value-adding	There are sources of employment flexibility besides ILMs that are unknown to us	Prior literature has ignored how the advantages detailed in Chapters 2 and 3 impact the value of HR slack
Core theoretical mechanism	(i) Frictions that limit movement <i>outside</i> organizations can affect employee mobility <i>within</i> organizations; and (ii) distinct labor market frictions may interact to grant firms with ILM access a unique employment flexibility advantage	Through reputational compartmentalization the multi-entity organizational form allows business groups to trade smoothly in the external labor market	ILM access reduces the need of holding HR slack, making its value less intuitive
Core insight	Both supply and demand side labor market frictions give firms with ILM access to a labor productivity advantage	The multi-entity form of business groups gives them an employment flexibility advantage, yet this relative advantage is attenuated for family-owned business units	BG affiliation alters the value of HR slack. HR slack is more harmful in group firms
Level of analysis	Firm level (Group-affiliated and standalone firms)	Business unit level (all assets controlled by an owner in the same country-industry-year)	Firm level (Group-affiliated and standalone firms)

1. 2. 1. Project 1: Labor market conditions and the value of business groups' internal labor markets

In Chapter 2, we point to an important shortcoming in the literature on business groups and internal labor markets. Typically, business groups researchers assume that internal labor markets access helps to circumvent demand side labor market frictions, namely, employment protection laws (Belenson & Tsolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O'Brien, 2020; Huneus et al., 2021). In this project, building on recent developments in the strategic human capital literature (Campbell et al., 2012; Coff & Kryscynski, 2011), we highlight that supply side frictions—i.e., frictions that limit movement *outside* organizations—can smooth employee mobility *within* organizations

and therefore increase the value of internal labor market access. Specifically, slack labor market conditions—namely, the shortfall in employers’ demand for labor relative to the available supply of workers—soar employees’ mobility costs outside organizations in the form of search, bargaining, and switching costs. Because labor market slack generates these important supply side labor market frictions, we theorize that it makes internal labor reallocations more feasible and valuable. Moreover, we examine how both supply and demand side labor market frictions interact to grant firms with ILM access to unique capabilities in attracting, retaining, reallocating, and motivating human capital. Hence, we extend the business group research forward by offering an improved understanding of how labor market frictions may affect the value-adding potential of groups’ internal labor markets. In turn, we enhance our understanding of how group affiliation adds value in developed economies.

To quantitatively test these insights, we construct a panel dataset of 551,291 European firms from 208 subnational regions across 21 European countries during 2011-2019. European countries offer us a unique empirical setting to test our arguments as they are characterized by a strong level of economic/political integration but at the same time by high heterogeneity of both supply side labor market frictions (labor market conditions) at sub-national level and demand side labor market frictions (employment protection laws) at the national level.

1. 2. 2. Project 2: The multi-entity organizational form of business groups, employment flexibility, and family ownership

In Chapter 3, we explore an alternative source of employment flexibility within business groups: the partitioning of business operations into multiple legal independent entities—namely, asset partitioning or the multi-entity organizational form (Hansmann & Kraakman, 2000). Prior research recognizes that group-affiliated firms are better able to smoothly adapt their labor pool on demand because they have access to the group’s internal labor market (Belenzon & Tzolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O’Brien, 2020; Huneus et al., 2021). However, these studies cannot fully explain why business groups display higher flexibility than other organizational

forms that can also articulate internal markets for labor, such as the case of multidivisional firms (e.g., Chauvin & Poliquin, 2020; Tate & Yang, 2015). In this project, we propose the multi-entity structure as the missing mechanism behind this superior employment flexibility. Building on the asset partitioning view of business groups, we theorize that the multi-entity form helps to reduce adverse reputational spillovers related to layoffs, an important source of employment rigidity. Moreover, to shed additional light on whether flexibility is driven by reputational compartmentalization, we consider how family ownership changes the relationship between the multi-entity structure and employment flexibility.

Empirically, as we aim to unravel the benefits of the multi-entity organizational form of business groups, this research project goes beyond traditional comparisons between group firms and nongroup firms by analyzing 527,157 multi-entity and single-entity business units—all the assets controlled by the same ultimate owner in the same country-industry-year—during 2011-2019 (3,130,975 units-year usable observations) across 38 European countries.

1. 2. 3. Project 3: Business groups and the value of human resource slack

In Chapter 4, we argue that the employment flexibility advantage uncovered in chapters 2 and 3 has important implications for employment decisions of group firms, and we study how it changes the value of human resource slack—defined as the number of full-time employees in excess of what is needed to sustain routine operations (Mishina et al., 2004). Whether human resource slack creates or destroys value for organizations remains an unresolved question. On the one hand, optimists argue that managers can use human resource slack to stabilize their firm's core activities and foster value-creating strategic moves (Bourgeois, 1981; Cyert & March, 1963). On the other hand, skeptics suggest that the benefits of human resource slack are minimal compared with the cost of retaining excess workers (Bromiley, 2005; George, 2005). However, the extant research largely neglects the fact that many firms are embedded in business groups.

In this project, using insights from chapters 2 and 3, we argue that group embeddedness reduces the potential value of excess human resources by two channels. First, group-wide internal labor markets already buffer group firms against external or internal pressures and increase the opportunity costs of holding unused workers if they are not fully exploited in a particular group firm. Second, the multi-entity organizational form gives group firms a superior ability to smoothly adjust employment on demand in the external labor market for labor. To study these conjectures, we analyze 289,000 European privately held firms across 35 countries over a 9-year time period (2011-2019).

CAPÍTULO 5. DISCUSIÓN GENERAL

El objetivo principal de esta tesis doctoral es profundizar en nuestro conocimiento sobre los beneficios de la afiliación a grupos empresariales. Para ello, llevamos a cabo tres proyectos empíricos (capítulos 2-4) que abordan importantes vacíos en la literatura previa sobre este tema. En este capítulo final, proporcionamos en primer lugar un breve resumen de nuestros resultados y discutimos seguidamente cómo contribuyen al objetivo inicial de la tesis doctoral. En segundo lugar, reflexionamos sobre cómo nuestros hallazgos contribuyen a la práctica empresarial prestando una atención especial a las decisiones de empleo en grupos empresariales. En tercer lugar, desarrollamos una agenda de investigación futura basándonos en los resultados hallados en cada uno de nuestros tres proyectos empíricos. Cerramos el capítulo con algunas reflexiones finales.

5. 1. Resumen de los resultados

En el capítulo 2, integramos la perspectiva de los vacíos institucionales junto con desarrollos recientes en la literatura del capital humano estratégico para estudiar cómo las fricciones por el lado de la oferta en el mercado externo de trabajo afectan el valor generado por los mercados internos de trabajo. Adicionalmente, exploramos cómo las previamente estudiadas fricciones por el lado de la demanda (legislación laboral) interactúan con las del lado de la oferta para otorgar a las empresas con acceso a MIT una ventaja en términos de productividad de la fuerza laboral. En línea con nuestro argumento de que la reubicación interna de trabajadores es más factible y valiosa cuando existen fricciones por el lado de la oferta en el mercado externo, encontramos que las empresas con acceso a MIT disfrutan de una productividad laboral superior cuando la holgura en el mercado laboral es alta. Además, nuestros resultados sugieren que la superposición de ambos tipos de fricciones maximiza la ventaja de los MIT. En conjunto, estos resultados sugieren que el acceso a MIT genera la mayor productividad laboral cuando (i) las condiciones del mercado de trabajo inhiben la habilidad de los trabajadores para comerciar su capital humano en el mercado externo de trabajo y

cuando (ii) la legislación laboral merma la capacidad de las empresas para ajustar sus niveles de empleo a una demanda cambiante.

En el capítulo 3, estudiamos el impacto de la forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales en la capacidad de éstos para adaptar de forma fluida sus niveles de empleo a las condiciones cambiantes de demanda. Teorizamos que la compartimentación de un ente económico en diferentes entidades legalmente independientes ayuda a los grupos empresariales a reducir los daños reputacionales asociados con los ajustes de plantilla. *Ceteris paribus*, encontramos evidencia robusta de que, en comparación con las unidades de negocio mono-entidad, las de tipo multi-entidad tienen una habilidad superior de adaptar sus niveles de empleo a las condiciones de la demanda. A su vez, hallamos que esta flexibilidad es menos pronunciada en el caso de las unidades de negocio de propiedad familiar (en comparación con las no familiares), ya que la familia actúa como un mecanismo por el cual las pérdidas reputacionales relacionadas con los despidos pueden ‘derramarse’ por toda la organización multi-entidad.

En el capítulo 4, estudiamos como la ventaja de flexibilidad laboral que documentamos en los capítulos 2 y 3 afecta al valor de sostener recursos humanos en exceso a lo que se requiere para sostener las operaciones rutinarias de la empresa. Nuestro argumento principal es que la ventaja de flexibilidad laboral debería reducir la necesidad de mantener recursos humanos infrautilizados. Por tanto, sostener este tipo de recursos en empresas con acceso a MIT debería estar más relacionado con una mala gestión directiva e ineficiencias que con la creación de un ‘colchón’ de recursos humanos para apuntalar las actividades centrales de la empresa y promover cambios estratégicos. De forma consistente con la literatura previa que estudia la relación entre los RRHH ociosos y el desempeño empresarial, encontramos que la perspectiva comportamental sobrevalora los beneficios (en relación a los costes) de sostener RRHH ociosos. Específicamente, encontramos evidencia de que los RRHH afectan negativamente al desempeño en todos los tramos de su distribución, lo que indica que sostener HHRR ociosos parece reflejar generalmente desperdicio de recursos y mala gestión en vez de

un colchón necesario para estabilizar las operaciones de la empresa. Finalmente, nuestros resultados indican que el efecto negativo de los RRHH ociosos en el desempeño es mayor cuando una empresa tiene un mayor número de empresas hermanas operando en el mismo sector y en la misma área geográfica—esto es, cuando la opción real de compartir RRHH con otras empresas afiliadas aumenta.

5. 2. Contribuciones

A continuación elaboramos una discusión sobre cómo los resultados de nuestros tres proyectos empíricos contribuyen a mejorar nuestro entendimiento sobre los beneficios de la afiliación mediante la generación de nuevo conocimiento en torno a (i) los beneficios de los mercados internos de trabajo, (ii) los beneficios de la afiliación más allá de los reflejados en la rentabilidad financiera de las empresas miembro, y (iii) los beneficios de la afiliación en países más desarrollados.

5. 2. 1. Los beneficios de los mercados internos de trabajo en grupos empresariales

La literatura previa en grupos empresariales permanece excesivamente centrada en cómo los grupos añaden valor (i) articulando mercados internos de capitales y (ii) aumentando el acceso de las empresas afiliadas a financiación externa (p. ej., Almeida et al., 2015; Belenzon et al., 2013; Belenzon & Berkovitz, 2010; Bianco & Nicodano, 2006; Boutin et al., 2013; Chang et al., 2006; Chittoor et al., 2015; Komera et al., 2018; Locorotondo et al., 2012; Lou et al., 2019). Esta tesis doctoral contribuye a una reciente y escasa literatura en torno al valor añadido por los mercados internos de trabajo en grupos (Belenzon & Tzolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Chang & Hong, 2000; Faccio & O'Brien, 2020; Fisman & Khanna, 2004; Huneeus et al., 2021; Jung et al., 2019; Kim et al., 2019).

En el capítulo 2, nuestros resultados contribuyen a esta literatura explorando importantes condiciones/contextos que hacen a los mercados internos de trabajo más valiosos para las empresas de la red. En el debate actual, los académicos han identificado a las fricciones por el lado de la demanda en el mercado externo de trabajo

(específicamente, las generadas por legislación laboral) como un importante determinante del valor potencial de tener la opción real de reubicar trabajadores internamente (Belenzon & Tsoimon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O'Brien, 2020). Al contrario que las empresas no afiliadas, las afiliadas pueden reconfigurar su plantilla reubicando trabajadores desde (hacia) otras afiliadas sin incurrir en las penalizaciones de la legislación laboral (p. ej., indemnizaciones por despido). Por tanto, una legislación laboral más estricta hace de los mercados internos de trabajo una ventaja competitiva.

Contribuimos a esta corriente de investigación señalando hacia el tipo opuesto de fricciones en el mercado externo de trabajo como un importante catalizador del valor de los mercados internos de trabajo: las fricciones por el lado de la oferta. Basándonos en recientes desarrollos en la literatura del capital humano estratégico (Campbell et al., 2012; Coff & Kryscynski, 2011), teorizamos que fricciones que limitan el movimiento de los trabajadores *fuera* de las organizaciones (costes de búsqueda, cambio y negociación) pueden facilitar la movilidad de los empleados *dentro* de los grupos empresariales y por tanto incrementar el valor y la viabilidad de la reubicación interna de recursos humanos en estas redes empresariales. Nuestros resultados muestran que los costes de movilidad que sufren los trabajadores fuera de las organizaciones—aproximados por el nivel de holgura en el mercado de trabajo—dan una ventaja en términos de productividad laboral a las empresas con acceso a MIT. Además, examinamos cómo la aparición conjunta de fricciones por el lado de la oferta y la demanda en el mercado externo de trabajo aumentan el valor potencial que genera el acceso a MIT, y mostramos que la ventaja en productividad laboral es mayor en mercados laborales con mayor holgura y países con legislaciones laborales más estrictas. Hasta donde sabemos, la evidencia empírica que mostramos en el capítulo 2 es la primera en explorar cómo los MIT pueden crear valor considerando no sólo las fricciones que impiden a las empresas mercadear con capital humano en el mercado externo de trabajo, sino también las fricciones que impiden a los trabajadores ofertar su capital humano en el mercado. De esta forma, esta tesis doctoral extiende la investigación sobre grupos empresariales ofreciendo un entendimiento mejorado en

torno a cómo las fricciones en el mercado externo de trabajo afectan el valor de los MIT.

Estos hallazgos también contribuyen a una literatura más amplia sobre los mercados internos de trabajo en empresas multi-unidad organizadas bajo una entidad legal común, como las empresas multidivisionales (p. ej., Chauvin & Poliquin, 2020; Giroud & Mueller, 2015; Silva, 2021; Tate & Yang, 2015). Sin embargo, no todos los mecanismos teóricos que estudiamos en el capítulo 2 pueden aplicarse tanto a las empresas multidivisionales como a los grupos empresariales (organizaciones multi-entidad). En concreto, sugerimos que el acceso a MIT aumenta la atracción/desarrollo de capital humano valioso debido a que incrementa la estabilidad laboral (Faccio & O'Brien, 2020), un subproducto del acceso a MIT que es probable de ser valorado por los empleados en mercados de trabajo con una holgura alta—cuando las fricciones por el lado de la oferta son altas. Para las empresas multi-unidad, pero a su vez mono-entidad, esta compensación no pecuniaria sería imposible de imitar en la medida en que las divisiones internas se organizan bajo la misma entidad legal y por tanto los trabajadores de una división no están resguardados de las pérdidas que se puedan producir en otra división interna (Beaver et al., 2019; Belenzon et al., 2018; Bianco & Nicodano, 2006). No obstante, otros mecanismos teóricos podrían aplicarse a las empresas multidivisionales, como el hecho de que las fricciones por el lado de la oferta en el mercado externo de trabajo reducen la oposición de los trabajadores a las reubicaciones internas y por tanto la compensación por tales reubicaciones se reduce, lo que puede potenciar el valor de sus MIT al igual que en el caso de los grupos empresariales.

5. 2. 2. Los beneficios de la afiliación más allá de la rentabilidad financiera

Un considerable cuerpo de investigación en torno a los grupos empresariales se basa en identificar el impacto de la afiliación en la rentabilidad financiera (p. ej., Carney et al., 2009; Chu, 2004; Claessens et al., 2006; Hu et al., 2019; Khanna & Palepu, 2000a, 2000b; Khanna & Rivkin, 2001). Sin embargo, enfocarse únicamente en la rentabilidad financiera de las empresas afiliadas puede resultar en el establecimiento de

conclusiones erróneas en torno a las consecuencias de la afiliación a grupos empresariales por dos razones. En primer lugar, algunas afiliadas podrían estar sacrificando su rentabilidad financiera por medio de transacciones intra-grupo si ello maximiza la utilidad conjunta del grupo (Bamiatzi et al., 2014; Cestone & Fumagalli, 2005; Chang & Hong, 2000; Khanna & Yafeh, 2005). Por ejemplo, los grupos empresariales pueden establecer precios de transferencia para minimizar su tributación mediante el trasvase de beneficios hacia afiliadas poco rentables (Sharav, 1974). La segunda razón es que varios grupos de interés en torno al grupo empresarial podrían apropiarse de la renta que la ventaja de la afiliación puede haber generado antes de que pueda afectar a la rentabilidad financiera global de una empresa afiliada (Coff, 1999). Por ejemplo, como vemos en el capítulo 2, el acceso a MIT incentiva la atracción, desarrollo, y retención de empleados valiosos cuando la holgura en el mercado de trabajo es alta, pero tanto directivos como empleados pueden apropiarse del valor asociado a este capital humano superior a través de altos salarios antes de que pueda reflejarse en las métricas de rentabilidad financiera de una empresa afiliada. Así, no es sorprendente que el efecto de la afiliación en la rentabilidad financiera continúe siendo una cuestión irresoluta en la investigación sobre grupos empresariales. Algunos académicos han teorizado que el efecto neto de la afiliación en la rentabilidad es positivo; otros sostienen que es negativo para algunas o todas las empresas; y otros han encontrado que la relación no es universal y que unas empresas se benefician de otras cuando coinciden en estas redes empresariales (Carney et al., 2011; Claessens et al., 2006; Khanna & Palepu, 2000a; Locorotondo et al., 2012). Un entendimiento más claro sobre los beneficios de la afiliación más allá de la rentabilidad podría por tanto arrojar luz sobre la ambigüedad de los resultados encontrados en torno a la relación afiliación-rendimiento.

En este contexto, esta tesis doctoral contribuye al creciente interés sobre los beneficios de la afiliación que no se reflejan directamente en la rentabilidad de la empresa, como la innovación (Belenzon & Berkovitz, 2010; Castellacci, 2015; Komera et al., 2018; Lou et al., 2019; White et al., 2008) las ventajas de supervivencia (Beaver et al., 2019; Bianco & Nicodano, 2006; Jones & Colpan, 2010; Khanna & Yafeh, 2005; Ortiz-de-

Mandojana & Raya-Quero, 2022), la facilidad para completar fusiones y adquisiciones (Kim & Song, 2017), la capacidad de respuesta al desempeño (Vissa et al., 2010), y la internacionalización (Aguilera et al., 2020; Colpan & Cuervo-Cazurra, 2018; Holmes et al. 2018; Tajeddin & Carney, 2019), entre otros.

En concreto, demostramos en nuestro primer proyecto empírico (capítulo 2) que las fricciones por el lado de la oferta y la demanda en el mercado externo de trabajo pueden ser una fuente de ventaja en términos de productividad laboral para empresas con acceso a MIT. En otras palabras, el valor creado por el capital humano en empresas con acceso a MIT es mayor ante la presencia de esas fricciones externas. Curiosamente, este valor es poco probable que emerja en los estudios tradicionales, ya que podría no reflejarse en un desempeño mayor—al menos en métricas de rentabilidad global—si es apropiado en primera instancia por empleados y directivos o si son reubicados ex post para maximizar la utilidad del grupo en su conjunto. En el capítulo 3, nuestro segundo proyecto empírico documenta otro beneficio de la afiliación que no se refleja directamente en la rentabilidad financiera. Nuestros resultados sugieren que la estructura multi-entidad de los grupos empresariales les otorga una habilidad superior para ajustar sus niveles de empleo a las condiciones de la demanda, particularmente cuando la partición de activos puede compartimentar de forma efectiva las pérdidas reputacionales asociadas con tales ajustes de empleo. Finalmente, en el capítulo 4, encontramos que las empresas con acceso a MIT pueden permanecer arrojando una alta rentabilidad sin tener que sostener los costes asociados a mantener recursos humanos infrautilizados. En otras palabras, el acceso a MIT ayuda a las empresas afiliadas a diseñar organizaciones más delgadas con relativamente mejores resultados que el resto.

En su conjunto, los resultados mostrados en los capítulos 2-4 contribuyen a descifrar beneficios más allá de la rentabilidad financiera con objeto de mejorar nuestro conocimiento en torno a las consecuencias de la afiliación.

5. 3. 3. Los beneficios de la afiliación en países desarrollados

Nuestra atención en los beneficios de la afiliación más allá de la rentabilidad financiera no sólo mejora nuestro entendimiento sobre las consecuencias de la afiliación, sino que también genera nuevo conocimiento en torno a por qué los grupos proliferan en países desarrollados. La literatura existente sobre grupos empresariales se centra excesivamente en los grupos que encontramos en países emergentes, mayormente evaluando su rol como dispositivos para rellenar vacíos institucionales (Aguilera et al., 2020; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al., 2012). Y no es casualidad que la investigación se haya enfocado casi en su totalidad en los grandes grupos empresariales de economías emergentes (Colpan et al., 2010). De acuerdo con la teoría más popular sobre la razón de ser de los grupos empresariales—esto es, la perspectiva de los vacíos institucionales—estos son dispositivos para rellenar los vacíos generados por ineficiencias en los mercados y fallos institucionales (Khanna & Palepu, 1997; Leff, 1978). En consecuencia, una parte importante de la investigación previa entiende que gran parte de los beneficios asociados con la afiliación son sólo aplicables a los grupos que se encuentran en países donde las transacciones de mercado son disfuncionales. De hecho, según la perspectiva de los vacíos institucionales, los beneficios de la afiliación deberían reducirse progresivamente en el tiempo conforme los países alcanzan mayores niveles de desarrollo (Carney et al., 2011, 2017, 2018; Cuervo-Cazurra & Dau, 2009; Hoskisson et al., 2005; Kim et al., 2010; Manikandan & Ramachandran, 2015). Sorprendentemente, esta sabiduría convencional contrasta con el buen rendimiento de los grupos empresariales en países con alta calidad institucional (Cainelli & Iacobucci, 2011; Carney et al., 2011; Colpan & Hikino, 2018a, 2018b; Iacobucci, 2002; Lechner & Leyronas, 2009).

Una contribución y aspiración central de esta tesis doctoral es ofrecer explicaciones a esta contradicción e ir más allá de la concepción de los grupos como anomalías organizacionales fuera de economías emergentes. En el capítulo 2, basándonos en una visión más general sobre costes de transacción y grupos, teorizamos que los MIT pueden superar las fricciones que sufren las transacciones de mercado en cualquier

tipo de economía. En nuestro contexto de investigación particular (en los países europeos), tanto individuos como organizaciones continúan sufriendo intensas fricciones cuando navegan el mercado externo de trabajo. Demostramos que este hecho puede otorgar ventajas únicas a las empresas con acceso a MIT. Asimismo, en el capítulo 3, exploramos una ventaja importante de flexibilidad laboral que no proviene del hecho de que los grupos rellenen las ineficiencias en los mercados externos, sino que proviene de su estructura multi-entidad. De este modo, la ventaja de flexibilidad laboral que documentamos en el capítulo 3 es probable que emerja también en países caracterizados por unas instituciones sólidas. En el capítulo 4, demostramos que el acceso a MIT elimina la necesidad de sostener económicamente un colchón de recursos humanos infrautilizados. Asimismo, esta ventaja es susceptible de ser importante en cualquier tipo de economía, y particularmente en economías más avanzadas actuales, donde la escasez de trabajadores y una tasa de abandono récord generan un dilema importante para los directivos en torno a si sostener o no recursos humanos ociosos que sirvan de amortiguador frente a eventos imprevistos.

En conjunto, esta disertación ofrece una explicación parcial del importante papel económico de los grupos empresariales en Europa alejándonos de la posición ampliamente sostenida de que los grupos deben su predominancia a la existencia de fallos de mercado e instituciones legales y regulatorias de baja calidad.

5. 3. Implicaciones prácticas

Adicionalmente a las contribuciones teóricas, los tres proyectos empíricos sobre la ventaja en flexibilidad laboral de los grupos empresariales generan importantes contribuciones prácticas. Clasificamos estas contribuciones en dos categorías, las cuales discutimos en la siguiente sección: (i) mercados internos de trabajo en grupos empresariales y (ii) la forma organizacional multi-entidad.

5. 3. 1. Los mercados internos de trabajo en grupos empresariales

En el capítulo 2, nuestra evidencia empírica ayuda a los directivos al señalar las condiciones bajo las cuales uno espera que los MIT en grupos generen una ventaja en

términos de productividad laboral. Sugerimos que la reubicación interna es más factible y valiosa en presencia de fricciones por el lado de la oferta en el mercado de trabajo externo, esto es, cuando los trabajadores tienen un bajo poder de negociación y sufren altos costes de búsqueda y cambio hacia empleos alternativos (Campbell et al., 2012). En línea con esta teorización, encontramos que, en comparación con empresas que no tienen acceso a MIT, cuando 5, 10, y 15 empresas hermanas se concentran en la misma región-industria, un incremento desde una baja (media - 2 D.T.) a una alta (media + 2 D.T.) holgura en el mercado de trabajo incrementa la productividad laboral esperada de cada empresa de la red en 3, 6, y 10 puntos porcentuales de media, respectivamente. Así pues, directivos en grupos empresariales deberían considerar estas fricciones a la hora de comprometer recursos para fomentar la movilidad interna de los empleados. Por ejemplo, es más probable que políticas como elegir localizaciones con una mayor concentración geográfica o desarrollar una cultura organizativa que apoye la reubicación interna den mayores frutos en contextos que involucren profesiones con una baja tasa de vacantes, regiones con alta tasa de desempleo, trabajadores con una preferencia geográfica muy marcada, y una legislación laboral más estricta.

En el capítulo 4, nuestros resultados ayudan a directivos que a menudo se enfrentan a la disyuntiva sobre cuántos RRHH ociosos necesitan sostener (Bentley & Kehoe, 2020). En los días de la escasez de trabajadores y altas tasas de abandono, crear o no un amortiguador de RRHH infrautilizados para apuntalar las actividades centrales de la empresa e implementar cambios estratégicos es un dilema clave para la dirección. Por un lado, las presiones para reducir ineficiencias empujan a los directivos a minimizar los RRHH ociosos. Por otro, la dirección requiere de RRHH para perseguir nuevas oportunidades de valor y amortiguar sus empresas frente a presiones internas y externas. Asimismo, la dirección recibe presiones de importantes grupos de interés, como legisladores y empleados, quienes los empujan a sostener o aumentar los niveles de empleo generando por tanto RRHH ociosos (Vanacker et al., 2017). En este contexto, identificamos dos implicaciones clave para la dirección de nuestros resultados. En primer lugar, señalamos que la relación entre RRHH ociosos y

desempeño empresarial es negativa. Por tanto, todo esfuerzo en reducir RRHH infrautilizados está justificado. De acuerdo a nuestros resultados, una reducción de los HHRR ociosos de una desviación típica estaría asociada con un incremento de un 1 por ciento en el ROA de la empresa; y una reducción de los RRHH ociosos de dos desviaciones típicas estaría asociada con un incremento de aproximadamente 2 puntos porcentuales en el ROA de la empresa. Estas magnitudes son muy importantes si tenemos en cuenta que el 75 por ciento de las 288.253 empresas que componen la muestra de este proyecto empírico (1.684.892 observaciones empresa-año) nunca alcanzaron más de un 8 por ciento de ROA entre 2011-2019.

Una segunda implicación importante para la dirección es que los RRHH ociosos son sinónimo de desperdicio y mala gestión especialmente en empresas que tienen la opción real de reubicar trabajadores con otras afiliadas dentro de un mismo grupo. Por tanto, es justamente en estas empresas donde reducir RRHH ociosos va a reportar los mayores beneficios en términos de rentabilidad. Por ejemplo, para una empresa que tiene 5 empresas hermanas cerca, una reducción de los RRHH ociosos en una desviación estándar estaría asociada con un incremento del ROA de aproximadamente 2 puntos; y una reducción de dos desviaciones estándar se asocia con un incremento del ROA de 3,6 puntos porcentuales. Estos resultados sugieren que la dirección en este conjunto de empresas en particular debería enfocar sus esfuerzos en la reducción de RRHH infrautilizados. Por ejemplo, se podrían desarrollar políticas encaminadas a ayudar/fomentar la reubicación de trabajadores hacia otras empresas de la red donde dejan de estar infrautilizados, como (1) establecer disposiciones especiales para que los empleados infrautilizados de una afiliada “A” tengan la oportunidad de postularse a una oferta de empleo en la afiliada “B” antes que los candidatos externos al grupo; (2) implementar programas de apoyo/formación si los RRHH ociosos que son potencialmente reubicables no poseen todas las habilidades y la experiencia requerida para reubicarlos en un puesto diferente; o (3) promover una cultura corporativa que vea positivamente las reubicaciones internas.

5. 3. 2. La forma organizacional multi-entidad

Mientras que los resultados mostrados en los capítulos 2 y 4 ofrecen conocimiento a la dirección y propiedad sobre las ventajas de articular mercados *internos* de trabajo—especialmente para evitar fricciones que surgen en el mercado externo de trabajo—, el capítulo 3 documenta una característica distintiva de los grupos que les permite un mejor ajuste del empleo usando los mercados *externos* de trabajo, esto es, la forma organizacional multi-entidad.

Existen distintas razones por las cuales una propietaria opera un grupo de empresas en vez de organizar sus actividades bajo la misma entidad legal. Por ejemplo, una propietaria usa la estructura multi-entidad para (i) dirigir un conjunto de negocios que son sustancialmente distintos con objeto de reducir los costes de información del acreedor y el coste total de la financiación externa que recibe el grupo; (ii) establecer su actividad económica en un país diferente; (iii) aprovecharse de una baja tributación en una jurisdicción diferente; o (iv) atraer actores valiosos ofreciéndoles responsabilidad real y parte de la propiedad del proyecto, entre otros (Belenzon et al., 2021; Hansmann & Squire, 2018; Hansmann & Kraakman, 2000; Hopt, 2018; Lechner & Leyronas, 2009).

La evidencia ofrecida en el capítulo 3 ayuda a los directivos señalándoles una ventaja importante de la estructura de los grupos empresariales que ha sido obviada por la investigación previa. Específicamente, demostramos que la forma organizacional multi-entidad está relacionada con una habilidad superior para ajustar los niveles de empleo a las condiciones cambiantes de la demanda. Cuando la unidad multi-entidad media enfrenta un shock negativo (positivo), repliega (expande) su plantilla un 56 (24) por ciento más en comparación con las unidades mono-entidad. Adicionalmente, encontramos que la propiedad familiar modera el efecto de la estructura multi-entidad en la flexibilidad laboral, aceptando nuestra predicción de que el carácter multi-entidad induce una ventaja de flexibilidad mayor en las unidades de propiedad no familiar. Por tanto, cuando es una opción organizativa, la forma multi-entidad parece ser apropiada y puede ser una fuente de ventaja competitiva en contextos de

incertidumbre y en situaciones donde los ajustes laborales generan importantes interrupciones en términos de pérdidas reputacionales. Asimismo, nuestros hallazgos ayudan a los propietarios y a la dirección señalando las condiciones donde esta ventaja podría exacerbarse o atenuarse. Específicamente, es menos probable que las unidades de negocio de propiedad familiar disfruten de esta ventaja en flexibilidad, especialmente cuando la familia presenta una alta involucración e identificación con el negocio.

5. 4. Direcciones para la investigación futura

En esta sección, discutimos varias líneas prometedoras para la investigación futura sobre grupos empresariales que emergen de los resultados mostrados en nuestros tres proyectos empíricos. En primer lugar, esperamos que nuestros hallazgos alienten futuras investigaciones en torno a las consecuencias de la afiliación más allá de la rentabilidad financiera. Ya hemos realizado un progreso importante en este área en los capítulos 2-4, mostrando que (1) el acceso a MIT aumenta el rendimiento de la fuerza laboral en presencia de fricciones por el lado de la oferta en el mercado externo de trabajo; (2) la forma organizacional multi-entidad permite a los grupos ajustar mejor su plantilla a las condiciones de demanda; (3) el acceso a MIT permite a las empresas afiliadas navegar la incertidumbre sin tener que sostener un colchón de recursos humanos infrautilizados. Sin embargo, el cuerpo de investigación en torno a cómo la afiliación genera valor más allá de los mercados internos de capitales es todavía reducido, lo que implica que todavía existen muchas oportunidades de investigación en esta área (Aguilera et al., 2020). Por ejemplo, una extensión obvia de nuestro primer proyecto empírico supondría examinar cómo otras fricciones por el lado de la oferta en el mercado laboral externo estimulan la creación de valor de los MIT, como la presencia de una alta preferencia geográfica por parte de los trabajadores o la existencia de monopsonios en localizaciones deseadas.

Un segundo área con potencial para la investigación futura es examinar el valor que añaden los grupos empresariales en economías más avanzadas (Aguilera et al., 2020; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al. 2012). Se suele sostener que los grupos

empresariales son anomalías organizacionales fuera de los países emergentes (Khanna & Yafeh, 2007). En los capítulos 2-4, encontramos fuertes indicaciones de que los grupos empresariales no pueden ser reducidos a un tipo de organización subóptima o transitorias frente a la alternativa de las organizaciones multidivisionales (Chandler, 1962, 1977, 1990). Por tanto, aunque existen algunas contribuciones recientes que analizan cómo los grupos añaden valor en países más desarrollados (p. ej., Belenzon et al., 2013; Belenzon & Tzolmon, 2016), necesitamos un examen completo de su papel fuera de los mercados emergentes. Por ejemplo, extender la perspectiva de los vacíos institucionales a una más general sobre cómo sortean costes de transacción los grupos empresariales puede ofrecer vías prometedoras para la investigación futura.

Una tercera vía para la investigación futura consistiría en examinar los beneficios de la afiliación mediante el uso de la reciente desarrollada perspectiva de la partición de activos de los grupos empresariales (Belenzon et al., 2021). En el capítulo 3, demostramos que este marco teórico tiene una capacidad importante para explicar no sólo la proliferación de los grupos (Belenzon et al., 2018), sino también su habilidad para adaptarse al cambio. La mayoría de estudios sobre grupos empresariales enfatizan los beneficios de compartir recursos internamente—un fenómeno que también existe en las organizaciones mono-entidad como las empresas multidivisionales—pero ignoran la forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales. Así, sería interesante indagar en cómo las interacciones entre distintas opciones estratégicas y la forma multi-entidad dan lugar a ventajas competitivas tanto a nivel de grupo como de afiliada. Una oportunidad de investigación relaciona con lo anterior consistiría en examinar los beneficios de la afiliación que se reflejan a nivel de grupo. La gran mayoría de literatura empírica se limita a comparar empresas afiliadas con empresas independientes o no afiliadas. Sin embargo, como documentamos en el capítulo 3, este diseño de investigación no consigue aislar los beneficios derivados de compartir recursos internamente de otras ventajas que emergen de la propia estructura organizacional (Manikandan & Ramachandran, 2015).

Por último, conjuntamente con otros trabajos sobre grupos empresariales, esta tesis doctoral sugiere que existen muchas oportunidades ‘al alcance de la mano’ en la investigación en estrategia, consistentes en simplemente considerar las implicaciones de la afiliación a grupos empresariales. A pesar de su relevancia económica, la mayoría de los trabajos teóricos y empíricos en el campo de la estrategia ignoran la pertenencia a estas redes interempresariales y usan la empresa legalmente independiente como la unidad de análisis principal para analizar el comportamiento estratégico y el desempeño empresarial. Sin embargo, si consideramos la propiedad y el control como dos dimensiones clave para establecer los límites de una entidad económica, esta tesis doctoral muestra que la entidad legal no es siempre adecuada para delimitar las fronteras de una organización (Cainelli & Iacobucci, 2011). Un área particularmente prometedora para la futura investigación consiste por tanto en reexaminar la investigación en estrategia usando la entidad económica y no la entidad legal como la principal unidad de análisis.

5. 5. Reflexiones finales

En esta tesis doctoral, demostramos que considerar la afiliación a un grupo empresarial es crucial para entender completamente cómo las empresas enfrentan fricciones en el mercado externo de trabajo y cómo ajustan sus plantillas a las oportunidades cambiantes. En el capítulo 2, documentamos cómo las fricciones por el lado de la oferta y de la demanda en el mercado externo de trabajo crean una ventaja en productividad laboral para aquellas empresas con acceso al mercado interno de trabajo de un grupo. Ofrecemos también evidencia empírica que confirma que el carácter multi-entidad de los grupos empresariales es una fuente de flexibilidad laboral porque reduce las fricciones reputacionales asociadas con ajustar empleo a demanda usando el mercado externo de trabajo. Por último, en el capítulo 4, mostramos que los mercados internos de trabajo permiten a los grupos empresariales diseñar organizaciones más delgadas sin comprometer la estabilidad y con mejores resultados que el resto de las empresas. Esperamos que estos proyectos empíricos inspiren futura investigación académica que mire más allá de los límites legales de la empresa y mejore

así nuestro conocimiento sobre las consecuencias estratégicas de pertenecer a una de estas redes interempresariales. También esperamos que tanto profesionales como legisladores consideren en su toma de decisiones el conocimiento sobre la creación de valor de los mercados internos de trabajo y de la forma organizacional multi-entidad de los grupos empresariales que exponemos en esta tesis doctoral.

CHAPTER 5. GENERAL DISCUSSION

The focal objective of this dissertation has been to deepen our understanding of the benefits of group affiliation. To this aim, we have conducted three empirical projects (chapters 2-4) addressing important research gaps in the literature of business groups. In this final chapter, we first provide a short overview of the findings that emerged from the three projects. Second, we discuss our contributions to the initial research objective of this dissertation. Third, we offer a thought-provoking discussion of how our findings contribute to extant practice, paying special attention to employment decisions in business groups. Fourth, we develop an agenda for future research based on the findings shown in the three empirical projects. The chapter ends with some concluding thoughts.

5. 1. Overview of findings

In chapter 2, we have integrated the institutional voids perspective on business groups and recent developments in the strategic human capital literature to study how supply side external labor market frictions affect the value-adding of internal labor markets in business groups. Further, we have explored how the previously studied demand side external labor market frictions (namely, employment legislation) interact with the supply side ones to offer firms with ILM access a labor productivity advantage. In line with our theorizing that internally reallocating workers is more feasible and valuable when supply side external labor market frictions are high, we find that firms with greater ILM access enjoy a productivity advantage under slack labor market conditions. Further, our findings suggest that the labor market frictions arising from both slack labor market conditions and employment protection regulations synergize to enhance the benefits of internal labor markets. Overall, these findings suggest that ILM access results in the highest labor productivity advantage when (i) labor market conditions inhibit workers' ability to trade on their human capital in the external labor market and when (ii) employment legislation inhibit firms' ability to swiftly adapt their labor pool on changing demand.

In chapter 3, we have studied the impact of the multi-entity organizational form of business groups in the ability of business groups to smoothly adapt their labor pool on changing demand conditions. We theorize that the compartmentalization of the economic entity into multiple legal independent units help business groups to reduce the reputational damages associated with adjusting employment on demand. Holding all else equal, we have found robust evidence that multi-entity business units have superior ability to adapt their labor pool on demand in comparison with single-entity units. As expected, this employment flexibility advantage is less salient in the case of family-owned business units (cf. non-family-owned units) as the family acts as a channel through which adverse reputational spillovers related to layoffs can be spread throughout the entire multi-entity organization.

In chapter 4, we have studied how the employment flexibility advantage we unravel in chapters 2 and 3 affect the value of holding human resources in excess of what is needed to sustain routine operations. We contend that the employment flexibility advantage should reduce the necessity to hold excess human resources. In accordance, holding unused workers in firms with ILM access should be more related to mismanagement and inefficiencies than to create a buffer of human resources to underpin firm's core activities against unforeseen events or to pursue strategic change. Consistent with previous evidence on the relationship between HR slack and firm performance, we find that the behavioral perspective overvalues the benefits (relative to the costs) of holding HR slack. Specifically, we find robust evidence that the performance impact of HR slack is negative over the entire range of data, meaning that holding HR slack seems to generally reflect waste and mismanagement rather than a buffer necessary for organizational adaptation. Finally, our findings indicate that HR slack has a more negative effect on performance when the focal firm has an increasing number of other group firms in the same sectoral/geographical area—i.e., when the flexibility to share HR with other group companies increases.

5. 2. Research contributions

In the following, we provide an elaborate discussion of how the results from our three empirical projects contribute to an improved understanding of affiliation benefits by generating insights into (i) the benefits of the internal labor markets of business groups, (ii) affiliation benefits beyond financial performance, and (iii) the benefits of group affiliation in developed countries.

5. 2. 1. The benefits of the internal labor markets of business groups

Prior literature on business groups remains heavily focused on how business groups add value by (i) functioning as internal capital markets and by (ii) increasing access to external financing for member firms (e.g., Almeida et al., 2015; Belenzon et al., 2013; Belenzon & Berkovitz, 2010; Bianco & Nicodano, 2006; Boutin et al., 2013; Chang et al., 2006; Chittoor et al., 2015; Komera et al., 2018; Locorotondo et al., 2012; Lou et al., 2019). This dissertation contributes to the nascent and relative scarce literature about the value-adding potential of intragroup labor markets (Belenzon & Tsolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Chang & Hong, 2000; Faccio & O'Brien, 2020; Fisman & Khanna, 2004; Huneus et al., 2021; Jung et al., 2019; Kim et al., 2019).

In chapter 2, our findings contribute to this literature by exploring important conditions/contexts that make the internal labor markets of business groups more valuable. In the current debate, scholars have identified demand side external labor market frictions (namely, employment regulation frictions) as an important determinant of the potential value of having the real option to redeploy workers internally (Belenzon & Tsolmon, 2016; Cestone et al., 2016; Faccio & O'Brien, 2020). Unlike unaffiliated firms, group firms can reconfigure their labor pool by reallocating workers from (towards) other affiliates without incurring employment protection laws penalties (e.g., severance payments). Hence, stricter employment protection laws make internal labor markets a source of competitive advantage.

We contribute to this stream of research by pointing to the opposite type of external labor market frictions as an important catalyst for internal labor markets value: supply

side labor market frictions. Building on recent developments in the strategic human capital literature (Campbell et al., 2012; Coff & Kryscynski, 2011), we theorize that frictions that limit workers' movement *outside* organizations (search, bargaining, and switching costs) can smooth employee mobility *within* business groups and therefore increase the value and feasibility of internal reallocation of human resources in these interfirm networks. Our findings show that employees' mobility costs outside organizations—proxied by the level of labor market slackness—give firms with ILM a labor productivity advantage. Further, we examine how both supply and demand side labor market frictions interact to enhance the value-creating potential of ILM access, showing that the labor productivity advantage of ILM access is stronger under slack labor market conditions and in countries with stringent employment protection laws. To the best of our knowledge, the empirical evidence that we show in chapter 2 is the first to explore how internal labor markets can contribute to value considering not only frictions that prevent firms from trading in the labor market, but also frictions that prevent workers from putting their human capital on the market. In this way, this dissertation extends the business group research forward by offering an improved understanding of how external labor market frictions may affect the value-adding potential of groups' internal labor markets.

These findings also contribute to the broader literature on the internal labor markets of multi-unit enterprises organized as a single legal entity, such as multidivisional enterprises (e.g., Chauvin & Poliquin, 2020; Giroud & Mueller, 2015; Silva, 2021; Tate & Yang, 2015). However, not all of the theoretical mechanisms that we have studied in chapter 2 apply to both multidivisional companies and business groups (multi-entity organizations). Specifically, we have suggested that ILM access encourages the attraction/development of valuable human capital because it increases job stability (Faccio & O'Brien, 2020), a byproduct of ILM access that is likely to be valued by employees in slack labor markets—when supply side labor market frictions are high. This nonpecuniary compensation may be impossible for multi-unit but single-entity enterprises to imitate, as internal divisions are combined in the same legal corporation and therefore workers in one division are not shielded from the losses incurred by

another division (Beaver et al., 2019; Belenzon et al., 2018; Bianco & Nicodano, 2006). Nevertheless, other theoretical mechanisms might apply for multidivisional enterprises, such as the fact that supply side labor market frictions can also reduce workers' opposition to internal reallocation and thus multidivisional firms must compensate workers' mobility less aggressively, which ultimately enhances the value-creation potential of their internal labor markets as in the case of business groups.

5. 2. 2. Affiliation benefits beyond financial performance

A large body of research on business groups is concerned with identifying the financial performance effects of group affiliation (e.g., Carney et al., 2009; Chu, 2004; Claessens et al., 2006; Hu et al., 2019; Khanna & Palepu, 2000a, 2000b; Khanna & Rivkin, 2001). However, focusing solely on affiliate financial performance can potentially result in drawing wrong conclusions about the consequences of business group affiliation because of two reasons. First, some affiliates might sacrifice their financial performance through internal group unit transactions if doing so maximizes the joint utility of the entire business group (Bamiatzi et al., 2014; Cestone & Fumagalli, 2005; Chang & Hong, 2000; Khanna & Yafeh, 2005). For example, business groups can structure transfer pricing to minimize tax liabilities by transferring the profits of an affiliate to unprofitable affiliates (Sharav, 1974). The second reason is that various stakeholders of the business group may appropriate the rent that affiliation advantages might have generated before it can affect a group-affiliated firm's overall performance (Coff, 1999). For example, as we see in chapter 2, ILM access incentivizes the attraction, development, and retention of valuable employees in slack labor markets, but managers or employees can appropriate the value of this superior human capital in the form of higher pay before this shows up in global organizational financial performance measures. Therefore, it is not surprising that the effect of affiliation on financial performance remains an open question. Some scholars have theorized that the net effect of affiliation on profitability is positive, others have argued that it is negative for some or all firms, and others have found that the relationship between affiliation and performance is not universal and that some firms within a group benefit

at the expense of others (Carney et al., 2011; Claessens et al., 2006; Khanna & Palepu, 2000a; Locorotondo et al., 2012). A clearer understanding of the affiliation benefits beyond profitability may therefore shed new light on the ambiguous findings regarding the affiliation-performance relationship.

In this context, this dissertation adds to a growing interest in the benefits of group affiliation that are not directly reflected in firm profitability, such as innovation (Belenzon & Berkovitz, 2010; Castellacci, 2015; Komera et al., 2018; Lou et al., 2019; White et al., 2008) survival advantages (Beaver et al., 2019; Bianco & Nicodano, 2006; Jones & Colpan, 2010; Khanna & Yafeh, 2005; Ortiz-de-Mandojana & Raya-Quero, 2022), easiness for completing M&A deals (Kim & Song, 2017), organizational responsiveness to performance (Vissa et al., 2010), and internationalization (Aguilera et al., 2020; Colpan & Cuervo-Cazurra, 2018; Holmes et al. 2018; Tajeddin & Carney, 2019), among others.

Specifically, we demonstrate in chapter 2 that supply and demand side external labor market frictions can be a source of labor-productivity advantage for firms with ILM access. In other words, the value created by human capital in firms with ILM access is higher in the presence of these external frictions. Interestingly, this value is unlikely to emerge in traditional studies, as it might not translate into higher performance—at least in terms of global performance metrics—if appropriated by employees and managers or if benefits are reallocated ex post for maximizing the utility of the entire group. In chapter 3, we document another affiliation benefit that is not directly reflected in financial performance. Our results suggest that the multi-entity structure gives the group a superior ability to adjust its employment pool on demand, particularly when asset partitioning can effectively compartmentalize adverse reputational spillovers related with such employment adjustments. Finally, in chapter 4, we find that firms with ILM access can remain profitable without having to bear the costs of maintaining excess or slack workers needed to buffer firm's core activities against unforeseen events or to pursue strategic change. In other words, ILM access

help group firms to design leaner organizations with relatively better results than the rest of firms.

Taken together, the results provided in chapters 2-4 contribute to disentangle the affiliation benefits beyond financial performance to gain a more complete understanding of the consequences of group affiliation.

5. 3. 3. The benefits of group affiliation in developed countries

Our focus on affiliation benefits beyond financial profitability not only helps to improve our understanding about the consequences of group affiliation but also offer new insights on why business groups exist in developed economies. The business group literature has exhibited a strong focus on business groups in emerging economies, mostly evaluating their role as entities to fill institutional voids in these environments (Aguilera et al., 2020; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al., 2012). And it is not by chance that business group research remains heavily focused on large-business groups on emerging economies (Colpan et al., 2010). According to the most popular theoretical foundation for business groups—i.e., the institutional voids theory—, business groups are viewed as devices to fill the voids created by market and institutional failures in emerging economies (Khanna & Palepu, 1997; Leff, 1978). In accordance, a large part of prior research understands that some affiliation benefits are only applicable to countries with deeply dysfunctional market-based transactions. Indeed, through the lens of the institutional voids perspective, affiliation benefits are expected to progressively diminish over time as countries develop more sophisticated institutions (Carney et al., 2011, 2017, 2018; Cuervo-Cazurra & Dau, 2009; Hoskisson et al., 2005; Kim et al., 2010; Manikandan & Ramachandran, 2015). Surprisingly, this conventional wisdom contrasts with BG members doing so well *vis-à-vis* non-affiliated firms and the strong economic impact of BGs in contexts with generally well-functioning institutions (Cainelli & Iacobucci, 2011; Carney et al., 2011; Colpan & Hikino, 2018a, 2018b; Iacobucci, 2002; Lechner & Leyronas, 2009).

A central aspiration and contribution of this dissertation is to offer explanations for this contradiction and to move beyond the extant conversation that views business

groups largely as organizational anomalies outside emerging countries. In chapter 2, based on a more general transaction costs story of business groups, we have developed theoretical arguments suggesting that groups' internal markets can overcome the failures of arms-length market contracting in any type of economy. In our research context in particular (i.e., European countries), both individuals and organizations continue to face intense external labor market frictions. We demonstrate that this could give firms with ILM access to unique advantages. Likewise, in chapter 3, we explore an important employment flexibility advantage that does not come from the fact that business groups are filling inefficient or missing external markets but instead from their multi-entity structure. Therefore, the employment flexibility advantage we document in chapter 3 is likely to emerge also in countries characterized by firmly placed market-supporting institutions. In chapter 4, we demonstrate that ILM access also eliminates the necessity for a firm to economically sustain a buffer of unused human resources. Also, this benefit is likely to be important in any economy, and particularly in more advanced economies, where labor shortages and record employee attrition rates create a key dilemma for managers on whether they should create a buffer of underutilized human resources to underpin firm's core activities against unforeseen events.

Overall, this dissertation offers partial explanations to the dominant economic role of business groups in European countries by moving away from the widely held position that business groups owe their predominance in many countries to the existence of market failures and poor-quality legal and regulatory institutions.

5. 3. Practical implications

In addition to the theoretical contributions, the three empirical projects on the employment flexibility advantage in business groups generate important practical contributions. These practical contributions fall into two categories, which we discuss in the following section: (i) internal labor markets in business groups and (ii) the multi-entity organizational form.

5. 3. 1. Business groups' internal labor markets

In chapter 2, our empirical evidence helps managers by underscoring the conditions under which one can expect to see internal labor markets of business groups as a labor-productivity advantage. We suggest that internally reallocating workers is more feasible and valuable in the presence of supply-side external labor market frictions, i.e., when it is costly for workers to negotiate with their current employers, search for alternative jobs, or switch to new jobs (Campbell et al., 2012). In line with this theorizing, we find that, compared to firms without ILM access, when 5, 10, and 15 sister companies concentrate in the same region-industry, an increase from low (mean - 2 S.D.) to high (mean + 2 S.D.) labor market slack increases the predicted labor productivity of each firm in the network by about 3, 6, and 10 percentage points on average, respectively. Therefore, managers in business groups should consider these frictions when committing resources to the internal mobility of employees. For example, choosing locations of greater geographic concentration or developing a corporate culture supportive of group internal rotation are more likely to pay off in contexts that involve professions with a low job vacancy rate, regions with high unemployment rate, workers with a strong geographic preference, and stricter employment protection laws.

In chapter 4, our findings help managers who are often confronted with the puzzle of how much HR slack they need to hold (Bentley & Kehoe, 2020). In the days of labor shortages and record employee attrition rates, a key dilemma for managers is whether they should create HR slack to underpin firm's core activities against unforeseen events or pursue strategic change. On the one hand, pressures for increased efficiency push managers to minimize HR slack. On the other hand, managers require HR slack to pursue new value opportunities and buffer their firms against external or internal pressures. Likewise, managers receive pressure from very important stakeholders, such as policymakers or employees, who tend to push them to maintain or increase employment levels, potentially generating HR slack (Vanacker et al., 2017). In this context, we identify two key managerial implications from our results. One is that the

overall relationship between HR slack and firm performance is negative. Thus, continued efforts in reducing HR slack may be warranted. Based on our results, a one standard deviation decrease in HR slack would be associated with a 1 percentage point increase in firm's ROA; a two standard deviation decrease in HR slack would be associated with an approximately 2 percentage points increase in firm's ROA. These magnitudes are very important if one considers that 75 percent of the 288,253 firms that comprise our sample (1,684,892 firm-year analyzable observations) never reached more than 8 percent in ROA between 2011 and 2019.

A second key managerial implication is that HR slack is synonymous with waste and a reflection of mismanagement especially within firms that have the real option to share HR with other group affiliates in the same business group. Therefore, reducing HR slack in these firms is likely to make the largest impact. For example, within a firm that has five close siblings, a one standard deviation decrease in HR slack would be associated with an approximately 2 percentage points increase in ROA; a two standard deviation decrease would be associated with an approximately 3.6 percentage points increase in ROA. These results suggest that managers in this group of firms in particular should put efforts into reducing underused labor. For example, formal policies can be developed to support/foster employee redeployment, such as (1) including special provisions where redundant employees of a group firm "A" have the opportunity to apply for a job in a close sibling "B" before group-external candidates; (2) provide support/training programs if the potential redeployees do not meet all of the skills and experience requirements for a different position; or (3) promote a corporate culture that views group internal reallocations positively.

5. 3. 2. The multi-entity organizational form

While results shown in chapters 2 and 4 generate insights for managers and owners on the advantages of articulating *internal* labor markets—especially to avoid frictions that may arise in external labor markets—, chapter 3 documents a distinctive characteristic of business groups that allows them to better adjust employment using the *external* market for labor, namely the multi-entity organizational form.

There are several reasons why an owner operates a group of companies rather than organizing them within the same legal boundaries. For example, owners use the multi-entity structure to (i) run businesses that are in a substantially different industry with the aim of reducing creditor information costs and group's overall cost of external finance; (ii) establish their economic activity in a different country; (iii) take advantage of low tax rates in a different tax jurisdiction; or (iv) attract top people giving them real responsibility and a stake in the project, among others (Belenzon et al., 2021; Hansmann & Squire, 2018; Hansmann & Kraakman, 2000; Hopt, 2018; Lechner & Leyronas, 2009).

The evidence provided in chapter 3 helps managers by underscoring an important advantage of the business group structure that has been neglected by previous research. Specifically, we demonstrate that the multi-entity form is related to a superior ability to adjust employment to changing demand conditions. When the average multi-entity unit faces a negative (positive) demand shock, it retrenches (expands) its workforce by about 56 (24) percentage points more than single-entity units. Additionally, we find that family ownership moderates the multi-entity structure effect on employment flexibility, supporting our prediction that the multi-entity character induces a stronger flexibility advantage in non-family-owned business units. Therefore, when it is an organizational option, the multi-entity form seems to be appropriate and can be a source of competitive advantage in uncertain environments and in situations where labor adjustments generate important disruptions for companies in terms of reputational losses. Likewise, our findings help owners and managers by underscoring the conditions that exacerbate or attenuate this advantage. Specifically, family-owned business units are less likely to enjoy this flexibility advantage, especially in the presence of high family involvement and identification with the business.

5. 4. Future research directions

In this section, we discuss several promising avenues for future research on business groups that emerge from the findings shown in the three empirical projects. First, we

hope that our results encourage future research on the consequences of affiliation beyond financial profitability. We have made some important progress in this area already in chapters 2-4, showing that (1) ILM access enhances workforce performance in the presence of supply-side labor market frictions; (2) the multi-entity form allows business groups to better adjust labor on demand; and (3) ILM access allows group firms to navigate change without having to sustain a buffer of underutilized human resources. Nevertheless, the body of research on how group association can create value beyond internal capital markets is still rather small, implying that there are still many opportunities for research in this area (Aguilera et al., 2020). For example, an obvious extension of our first empirical research project (chapter 2) would entail examining how other important supply-side external labor market frictions stimulate ILMs value creation, such as the presence of strong worker geographic preferences or monopsonists in desirable locations.

Second, examining the value-adding of group affiliation in more advanced economies is also a potential area of research (Aguilera et al., 2020; Holmes et al., 2018; Locorotondo et al. 2012). It is often argued that business groups are largely organizational anomalies outside emerging countries (Khanna & Yafeh, 2007). In chapters 2-4, we have already found strong indications that business groups cannot be reduced to a transient or second-best organizational alternative to the traditional multidivisional organization (Chandler, 1962, 1977, 1990). Therefore, even if there have been some contributions analyzing how group affiliation creates value in some developed countries (e.g., Belenzon et al., 2013; Belenzon & Tzolmon, 2016), a complete examination of their role outside emerging markets is lacking. For example, extending the institutional voids perspective to a more general transaction costs story of business groups can offer a promising venue for future works.

A third promising avenue to advance research is to examine the value-adding of business groups using the recently developed asset partitioning view on business groups (Belenzon et al., 2021). In chapter 3, we have demonstrated that this theoretical framework has an important capacity to explain not only the proliferation of business

groups (Belenzon et al., 2018), but also their ability to navigate change. Most business group studies emphasize the benefits of intra-group resource sharing—which can also be enjoyed by single-entity organizations such as multidivisional firms—but ignore the issue of the multi-entity organizational form of business groups. Therefore, it would be interesting to delve more deeply into how the interactions between strategy choices and the multi-entity form give rise to competitive advantages at both the group and the affiliate level. A related research opportunity is to examine the benefits of group affiliation that are reflected at the group level. The vast majority of the empirical literature is limited to comparing business group affiliates with independent nongroup firms. However, as documented in chapter 3, such a research design fails to isolate affiliation advantages such as the benefits of intra-group resource sharing from those flowing from the organizational form per se (Manikandan & Ramachandran, 2015).

Finally, along with other research on business groups, this dissertation suggests that there are still many ‘low-hanging fruits’ waiting to be picked in strategy research by only considering the implications of business group affiliation. Despite its economic relevance, most of the theoretical and empirical works in the field of strategy ignore the embeddedness in these interfirm networks and use the legally independent company as the main unit of analysis to analyze business strategic behavior and performance. However, building on the premise that ownership and control are two key dimensions to establish the limits of an economic entity, this dissertation shows that the legal entity is sometimes not an adequate indicator to delimit the borders of an organization (Cainelli & Iacobucci, 2011). A particularly promising area for research is therefore reassessing strategy research using the economic entity and not the legal entity as the main unit of analysis.

5. 5. Final thoughts

In this dissertation, we show that considering the embeddedness in business groups is crucial to fully understand how firms navigate external labor market frictions and adjust their labor pool to changing opportunities. In chapter 2, we document that supply-side and demand-side external labor market frictions create a labor

productivity advantage for firms with internal labor market access. Moreover, in chapter 3, we provide empirical evidence confirming that the multi-entity character of business groups is a source of employment flexibility because it reduces the reputational frictions associated with adjusting employment on demand using the external market for labor. Finally, in chapter 4, we find that internal labor markets allow business groups to design “lean” organizations without compromising the stability of firm’s core activities and with relatively better results than the rest of firms. We hope that these empirical projects inspire future academic research to look beyond the legal boundaries of the firm and improve our understanding of the consequences for strategic firm behavior of being part of such an interfirm network. We also hope that practitioners and policymakers alike consider the insights on the value-adding of internal labor markets and the multi-entity organizational form of business groups we have laid out in this dissertation in their future decision making.

REFERENCES

- Aguilera, R. V., Crespí-Cladera, R., Infantes, P. M., & Pascual-Fuster, B. (2020). Business groups and internationalization: Effective identification and future agenda. *Journal of World Business, 55*(4), 101050.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics, 84*(3), 499–530.
- Akey, P., & Appel, I. (2021). The limits of limited liability: Evidence from industrial pollution. *The Journal of Finance, 76*(1), 5–55.
- Aldrighi, D. M., & Postali, F. A. S. (2010). Business groups in Brazil. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 353–387). NY: 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., Kim, C. S., & Kim, H. B. (2015). Internal capital markets in business groups: Evidence from the Asian financial crisis. *Journal of Finance, 70*(6), 2539–2586.
- Ayotte, K., & Hansmann, H. (2013). Legal entities as transferable bundles of contracts. *Michigan Law Review, 111*(5), 715–758.
- Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2002). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance, 57*(6), 2695–2740.
- Ballinger, G. A. (2004). Using generalized estimating equations for longitudinal data analysis. *Organizational Research Methods, 7*(2), 127–150.
- Bamiatzi, V., Cavusgil, S. T., Jabbour, L., & Sinkovics, R. R. (2014). Does business group affiliation help firms achieve superior performance during industrial downturns? An empirical examination. *International Business Review, 23*(1), 195–211.

BUSINESS GROUPS AND THE ADVANTAGE OF EMPLOYMENT FLEXIBILITY

- Bastien, D. T., Hostager, T. J., & Miles, H. H. (1996). Corporate judo: Exploiting the dark side of change when competitors merge, acquire, downsize, or restructure. *Journal of Management Inquiry*, (5), 261–275.
- Beaver, W. H., Cascino, S., Correia, M., & McNichols, M. F. (2019). Group affiliation and default prediction. *Management Science*, 65(8), 3559–3584.
- Belenzon, S., & Berkovitz, T. (2008). Business group affiliation, financial development and market structure: evidence from Europe. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1086882>. Access date: 26 June 2022
- Belenzon, S., & Berkovitz, T. (2010). Innovation in business groups. *Management Science*, 56(3), 519–535.
- Belenzon, S., & Tzolmon, U. (2016). Market frictions and the competitive advantage of internal labor markets. *Strategic Management Journal*, 37(7), 1280–1303.
- Belenzon, S., Berkovitz, T., & Rios, L. A. (2013). Capital markets and firm organization: How financial development shapes European corporate groups. *Management Science*, 59(6), 1326–1343.
- Belenzon, S., Lee, H., & Pataconi, A. (2018). Towards a legal theory of the firm: The effects of enterprise liability on asset partitioning, decentralization and corporate group growth. NBER Working paper 24720, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Available at: <https://www.nber.org/papers/w24720> (accessed 6 May 2022).
- Belenzon, S., Chatterji, A. K., & Daley, B. (2019a). Choosing between growth and glory. *Management Science*, 66(5), 2050–2074.
- Belenzon, S., Hashai, N., & Pataconi, A. (2019b). The architecture of attention: Group structure and subsidiary autonomy. *Strategic Management Journal*, 40(10), 1610–1643.
- Belenzon, S., Lee, H., & Pataconi, A. (2021). An asset partitioning perspective on corporate groups. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3934681>

- Bentley, F. S., & Kehoe, R. R. (2020). Give them some slack—they're trying to change! The benefits of excess cash, excess employees, and increased human capital in the strategic change context. *Academy of Management Journal*, *63*(1), 181–204.
- Bettis, R. A., Ethiraj, S., Gambardella, A., Helfat, C., & Mitchell, W. (2016). Creating repeatable cumulative knowledge in strategic management. *Strategic Management Journal*, *37*(2), 257–261.
- Bianco, M., & Nicodano, G. (2006). Pyramidal groups and debt. *European Economic Review*, *50*(4), 937–961.
- Blatter, M., Muehlemann, S., & Schenker, S. (2012). The costs of hiring skilled workers. *European Economic Review*, *56*(1), 20–35.
- Block, J. (2010). Family management, family ownership, and downsizing: Evidence from S&P 500 firms. *Family Business Review*, *23*(2), 109–130.
- Bothello, J., Nason, R. S., & Schnyder, G. (2019). Institutional Voids and Organization Studies: Towards an epistemological rupture. *Organization Studies*, *40*(10), 1499–1512.
- Bourgeois, L. J. (1981). On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, *6*(1), 29–39.
- Boutin, X., Cestone, G., Fumagalli, C., Pica, G., & Serrano-Velarde, N. (2013). The deep-pocket effect of internal capital markets. *Journal of Financial Economics*, *109*(1), 122–145.
- Brockner, J., Grover, S., Reed, T., DeWitt, R., & O'Malley, M. (1987). Survivors' reactions to layoffs: We get by with a little help for our friends. *Administrative Science Quarterly*, *32*(4), 526–541.
- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, *34*(1), 37–59.
- Bromiley, P. (2005). *The behavioral foundations of strategic management*. Malden, MA: Blackwell.

- Caballero, R. J., Cowan, K. N., Engel, E., & Micco, A. (2013). Effective labor regulation and microeconomic flexibility. *Journal of Development Economics*, *101*(1), 92–104.
- Cainelli, G., & Iacobucci, D. (2011). Business groups and the boundaries of the firm. *Management Decision*, *49*(9), 1549–1573.
- Campbell, B. A., Coff, R., & Kryscynski, D. (2012). Rethinking sustained competitive advantage from human capital. *Academy of Management Review*, *37*(3), 376–395.
- Campbell, B. A., Ganco, M., Franco, A. M., & Agarwal, R. (2012). Who leaves, where to, and why worry? Employee mobility, entrepreneurship and effects on source firm performance. *Strategic Management Journal*, *33*(1), 65–87.
- Carney, M. (2008). The many futures of Asian business groups. *Asia Pacific Journal of Management*, *25*(4), 595–613.
- Carney, M., Shapiro, D., & Tang, Y. (2009). Business group performance in China: Ownership and temporal considerations. *Management and Organization Review*, *5*(2), 167–193.
- Carney, M., Gedajlovic, E. R., Heugens, P. P., 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.
- Carney, M., Van Essen, M., Estrin, S., & Shapiro, D. (2017). Business group prevalence and impact across countries and over time: What can we learn from the literature? *Multinational Business Review*, *25*(1), 52–76.
- Carney, M., Van Essen, M., Estrin, S., & Shapiro, D. (2018). Business groups reconsidered: Beyond paragons and parasites. *Academy of Management Perspectives*, *32*(4), 493–516.
- Castellacci, F. (2015). Institutional voids or organizational resilience? Business groups, innovation, and market development in Latin America. *World Development*, *70*, 43–58.

- Cestone, G., & Fumagalli, C. (2005). The strategic impact of resource flexibility in business groups. *The RAND Journal of Economics*, 36(1), 193–214.
- Cestone, G., Fumagalli, C., Kramarz, F., & Pica, G. (2016). Insurance between firms: The role of internal labor markets. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 489/2016, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2537290>
- Chacar, A., & Vissa, B. (2005). Are emerging economies less efficient? Performance persistence and the impact of business group affiliation. *Strategic Management Journal*, 26(10), 933–946.
- Chadwick, C. (2017). Toward a more comprehensive model of firms' human capital rents. *Academy of Management Review*, 42(3), 499–519.
- Chandler, A. (1962). *Strategy and structure: Chapters in the history of the American industrial enterprise*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Chandler, A. (1977). *The visible hand: The managerial revolution in American business*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- Chandler, A. (1990). *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429–448.
- Chauvin, J., Poliquin, C. (2020). Worker Redeployment in Multi-Business Firms. Working paper, Georgetown University, Washington D.C.
- Chittoor, R., Kale, P., & Puranam, P. (2015). Business groups in developing capital markets: Towards a complementarity perspective. *Strategic Management Journal*, 36(9), 1277–1296.

BUSINESS GROUPS AND THE ADVANTAGE OF EMPLOYMENT FLEXIBILITY

- Chrisman, J. J., Memili, E., & Misra, K. (2014). Nonfamily managers, family firms, and the winner's curse: The influence of noneconomic goals and bounded rationality. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(5), 1–25.
- Chu, W. (2004). Are group-affiliated firms really more profitable than nonaffiliated?. *Small Business Economics*, 22(5), 391–405.
- Claessens, S., Fan, J., & Lang, L. (2006). The benefits and costs of group affiliation. Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review*, 7(1), 1–26.
- Coff, R. W. (1997). Human assets and management dilemmas: Coping with hazards on the road to resource-based theory. *Academy of Management Review*, 22(2), 374–402.
- Coff, R. W. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization science*, 10(2), 119–133.
- Coff, R. W., & Kryscynski, D. G. (2011). Drilling for micro-foundations of human capital-based competitive advantages. *Journal of Management*, 37(5), 1429–1443.
- Colpan, A. M. (2010). Business groups in Turkey. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 486–526). NY: Oxford University Press.
- Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (2010). Introduction. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 1–15). NY: Oxford University Press.
- Colpan, A. M., & Hikino, T. (2010). Foundations of business groups: Towards an integrated framework. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 15–67). NY: Oxford University Press.

- Colpan, A. M., & Cuervo-Cazurra, A. (2018). Business groups in international business. In Lopes T., Lubinski, C. & Tworek, H. (Eds), *Companion to the makers of global business*. London: Routledge.
- Colpan, A. M., & Hikino, T. (2018a). Introduction: Business Groups Re-examined. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *Business groups in the West: Origins, evolution, and resilience* (pp. 3–26). NY: Oxford University Press.
- Colpan, A. M., & Hikino, T. (2018b). The Evolutionary Dynamics of Diversified Business Groups in the West. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *Business groups in the West: Origins, evolution, and resilience* (pp. 26–70). NY: Oxford University Press.
- Crook, T. R., Todd, S. Y., Combs, J. G., Woehr, D. J., & Ketchen Jr, D. J. (2011). Does human capital matter? A meta-analysis of the relationship between human capital and firm performance. *Journal of Applied Psychology*, *96*(3), 443–456.
- Cuervo-Cazurra, A. (2006). Business groups and their types. *Asia Pacific Journal of Management*, *23*(4), 419–437.
- Cuervo-Cazurra, A., & Dau, L. A. (2009). Promarket reforms and firm profitability in developing countries. *Academy of Management Journal*, *52*(6), 1348–1368.
- Cuervo-Cazurra, A. (2018). Spain: Regulation and ideology as drivers for transformation. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *Business groups in the West: Origins, evolution, and resilience* (pp. 308–346). NY: Oxford University Press.
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: A meta-analysis. *Journal of Business Research*, *57*(6), 565–574.
- Datta, D. K., Guthrie, J. P., Basuil, D., & Pandey, A. (2010). Causes and effects of employee downsizing: A review and synthesis. *Journal of Management*, *36*(1), 281–348.

- Dau, L. A., Morck, R., & Yeung, B. Y. (2021). Business groups and the study of international business: A Coasean synthesis and extension. *Journal of International Business Studies*, 52(2), 161–211.
- De Meulenaere, K., De Winne, S., Marescaux, E., & Vanormelingen, S. (2019). The role of firm size and knowledge intensity in the performance effects of collective turnover. *Journal of Management*, 47(4), 993–1023.
- Desai, M., Gompers, P., & Lerner, J. (2003). *Institutions, capital constraints and entrepreneurial firm dynamics*. Working papers no. 10165, 1–51, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA.
- Dewaelheyns, N., & Van Hulle, C. (2010). Internal capital markets and capital structure: Bank versus internal debt. *European Financial Management*, 16(3), 345–373.
- Doh, J., Rodrigues, S., Saka-Helmhout, A., & Makhija, M. (2017). International business responses to institutional voids. *Journal of International Business Studies*, 48(3), 293–307.
- Doucet, P., Requejo, I., & Suárez-González, I. (2021). ¿Por qué persisten los grupos empresariales en europa? Vacíos institucionales, ventajas financieras o limitación de riesgos. In Delgado-Gómez, J. M., Huerta-Arribas, E., & Ocaña-Pérez-de-Tudela, C. (Eds.), *Empresa, economía y sociedad. Homenaje a Vicente Salas Fumás* (pp. 51–70). Madrid: Funcas.
- Enriques, L. (2018). Related party transactions. In Gordon, J. N., & Ringe, W.-G. (Eds.), *The Oxford handbook of corporate law and governance* (pp. 506–532). Oxford: Oxford University Press.
- Faccio, M., & O'Brien, W. J. (2020). Business groups and employment. *Management Science*, 67(6), 3468-3491.
- Feldman, E. R., & Sakhartov, A. V. (2021). Resource Redeployment and Divestiture as Strategic Alternatives. *Organization Science*, ePub ahead of print July 22, <https://doi.org/10.1287/orsc.2021.1474>.

- Flanagan, D. J., & O'Shaughnessy, K. C. (2005). The effect of layoffs on firm reputation. *Journal of Management*, *31*, 445–463.
- Fombrun, C. (1996). *Reputation: Realizing value from the corporate image*. Boston: Harvard Business School Press.
- Fracchia, E., Mesquita, L., & Quiroga, J. (2010). Business groups in Argentina. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 325–353). NY: Oxford University Press.
- Garicano, L., Lelarge, C., & Van Reenen, J. (2016). Firm size distortions and the productivity distribution: Evidence from France. *American Economic Review*, *106*(11), 3439–3479.
- George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, *48*(4), 661–676.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2015). Capital and labor reallocation within firms. *The Journal of Finance*, *70*(4), 1767–1804.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, *52*(1), 106–137.
- Goto, A. (1982). Business groups in a market economy. *European Economic Review*, *19*(1), 53–70.
- Granovetter, M. (1994). “Business groups”, in Smelser, N.J. and Swedberg, R. (Eds), *The Handbook of Economic Sociology*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Granovetter, M. (1995). Coase revisited: Business groups in the modern economy. *Industrial and Corporate Change*, *4*(1), 93–130.
- Greene, W. (2011). *Econometric Analysis* (7th edn). New York, NY: Prentice Hall.
- Greenwald, B. C. (1986). Adverse Labour Selection Market in the. *The Review of Economic Studies*, *53*(3), 325–347.

- Greve, H. R. (2003). A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from shipbuilding. *Academy of Management Journal*, 46(6), 685–702.
- Guillén, M. (2000). Business groups in emerging economies: A resource-based view. *Academy of Management Journal*, 43(3), 362–380.
- Hambrick, D., Snow, C. (1977). A contextual model of strategic decision making in organizations. *Academy of Management Proceedings*, 1977(1), 109–112.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). Organizational law as asset partitioning. *European Economic Review*, 44, 807–817.
- Hansmann, H., & Squire, R. (2018). External and internal asset partitioning: Corporations and their subsidiaries. In Gordon, J. N., & Ringe, W.-G. (Eds.), *The Oxford handbook of corporate law and governance* (pp. 251–275). Oxford: Oxford University Press.
- He, J., Mao, X., Rui, O. M., & Zha, X. (2013). Business groups in China. *Journal of Corporate Finance*, 22, 166–192.
- Holmes, R. M., Hoskisson, R. E., Kim, H., Wan, W. P., & Holcomb, T. R. (2018). International strategy and business groups: A review and future research agenda. *Journal of World Business*, 53(2), 134–150.
- Hopt, K. J. (2018). Groups of companies: A comparative study of the economics, law, and regulation of corporate groups. In Gordon, J. N., & Ringe, W.-G. (Eds.), *The Oxford handbook of corporate law and governance* (pp. 603–634). Oxford: Oxford University Press.
- Hoshino, T. (2010). Business groups in Mexico. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 424–459). NY: Oxford University Press.
- 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.

- Huneus, F., Larrain, B., Larrain, M., & Prem, M. (2021). The internal labor markets of business groups. *Journal of Corporate Finance*, 69, 102017.
- Hutzschenreuter, T., Matt, T., & Kleindienst, I. (2020). Going subnational: A literature review and research agenda. *Journal of World Business*, 55(4), 101076.
- Iacobucci, D. (2002). Explaining business groups started by habitual entrepreneurs in the Italian manufacturing sector. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14(1), 31–47.
- Iacobucci, D., & Rosa, P. (2005). Growth, diversification, and business group formation in entrepreneurial firms. *Small Business Economics*, 25(1), 65–82.
- Iacus, S. M., King, G., & Porro, G. (2008). Matching for causal inference without balance checking. Unpublished Manuscript, IQSS, Harvard University.
- Iacus, S. M., King, G., & Porro, G. (2012). Causal inference without balance checking: Coarsened exact matching. *Political Analysis*, 20(1), 1–24.
- Jones, G., & Colpan, A. M. (2010). Business groups in historical perspectives. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 67–97). NY: Oxford University Press.
- Jung, B., Lee, D., Rhee, S. G., & Shin, I. (2019). Business group affiliation, internal labor markets, external capital markets, and labor investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 48(1), 65–97.
- Kabbach-de-Castro, L. R., Kirch, G., & Matta, R. (2022). Do internal capital markets in business groups mitigate firms financial constraints?. *Journal of Banking & Finance*, 143, 106573.
- Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41–51.
- 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.

BUSINESS GROUPS AND THE ADVANTAGE OF EMPLOYMENT FLEXIBILITY

- Khanna, T., & Palepu, K. (2000b). The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from Chile. *Academy of Management journal*, 43(3), 268–285.
- Khanna, T., & Rivkin, J. W. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22(1), 45–74.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2005). Business groups and risk sharing around the world. *The 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.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2010). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 575–602). NY: Oxford University Press.
- Kim, H. (2010). Business groups in South Korea. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 157–180). NY: Oxford University Press.
- Kim, H., Kim, H., & Hoskisson, R. E. (2010). Does market-oriented institutional change in an emerging economy make business-group-affiliated multinationals perform better? An institution-based view. *Journal of International Business Studies*, 41(7), 1141–1160.
- Kim, H., & Song, J. (2017). Filling institutional voids in emerging economies: The impact of capital market development and business groups on M&A deal abandonment. *Journal of International Business Studies*, 48(3), 308–323.
- Kim, K., Haider, Z.A., Wu, Z. et al. Corporate Social Performance of Family Firms: A Place-Based Perspective in the Context of Layoffs. (2020). *Journal of Business Ethics*, 167, 235–252.
- Kivimäki, M., Vahtera, J., Pentti, J., & Ferrie, J. E. (2000). Factors underlying the effect of organisational downsizing on health of employees: longitudinal cohort study. *Bmj*, 320(7240), 971–975.

- Komera, S., Jijo-Lukose, P. J., & Sasidharan, S. (2018). Does business group affiliation encourage R&D activities? Evidence from India. *Asia Pacific Journal of Management*, 35(4), 887–917.
- La Porta, R., Lopez-de-Sin角度, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Lechner, C., & Leyronas, C. (2009). Small-business group formation as an entrepreneurial development model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(3), 645–667.
- Lecuona, J. R., & Reitzig, M. (2014). Knowledge worth having in ‘excess’: The value of tacit and firm-specific human resource slack. *Strategic Management Journal*, 35(7), 954–973.
- Lecuona, J. R., & Reitzig, M. (2014). Knowledge worth having in ‘excess’: The value of tacit and firm-specific human resource slack. *Strategic Management Journal*, 35(7), 954–973.
- Lee, K., & Kang, Y.-S. (2010). Business groups in China. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 210–237). NY: Oxford University Press.
- Lefebvre, V. (2021). A bird in the hand is better than two in the bush: Investigating the relationship between financial slack and profitability in business groups. *BRQ Business Research Quarterly*, 234094442110545.
- 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. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 387–424). NY: Oxford University Press.

- Levinthal, D. A., & Wu, B. (2010). Opportunity costs and non-scale free capabilities: profit maximization, corporate scope, and profit margins. *Strategic Management Journal*, 31(7), 780-801.
- Lincoln, J. R., & Shimotani, M. (2010). Business networks in postwar Japan: Whither the *keiretsu*?. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 97–127). NY: Oxford University Press.
- Lincoln, J. R., & Sargent, M. (2018). Business groups as networks. In Colpan, A. M., & Hikino, T. (Eds.), *Business groups in the West: Origins, evolution, and resilience* (pp. 95–123). NY: Oxford University Press.
- Lind, J. T., Mehlum, H. (2010). With or without U? The appropriate test for a U-shaped relationship. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), 109–118.
- Locorotondo, R., Dewaelheyns, N., & Van Hulle, C. (2012). The consequences of business group affiliation: A review of the literature. *Review of Business and Economic Literature*, 57(01), 77–97.
- Locorotondo, R., Dewaelheyns, N., & Van Hulle, C. (2014). Cash holdings and business group membership. *Journal of Business Research*, 67(3), 316–323.
- Lou, Z., Chen, S., Jia, Y., & Yu, X. (2021). Business group affiliation and R&D investment: evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(8), 2307–2322.
- Love, E. G., Nohria, N. (2005). Reducing slack: The performance consequences of downsizing by large industrial firms, 1977–93. *Strategic Management Journal*, 26(12), 1087–1108.
- Love, G., & Kraatz, M. (2009). Character, conformity, or the bottom line? How and why downsizing affected corporate reputation. *Academy of Management Journal*, 52, 314–335.

- Manikandan, K. S., & Ramachandran, J. (2015). Beyond institutional voids: Business groups, incomplete markets, and organizational form. *Strategic Management Journal*, 36(4), 598–617.
- Masulis, R., Phan, P. & Zein, J. (2011). Family business groups around the world: Financing advantages, control motivations, and organizational choices. *Review of Financial Studies*, 24 (11), 3556–3600.
- Mishina, Y., Pollock, T. G., & Porac, J. F. (2004). Are more resources always better for growth? Resource stickiness in market and product expansion. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1179–1197.
- Miyajima, H., & Kawamoto, S. (2010). Business groups in prewar Japan: Historical formation and legacy. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 97–127). NY: Oxford University Press.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720.
- Morck, R. (2010). The riddle of the great pyramids. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 602–629). NY: Oxford University Press.
- Navaretti, G. B., Castellani, D., & Pieri, F. (2014). Age and firm growth: evidence from three European countries. *Small Business Economics*, 43(4), 823–837.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation? *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245–1264.
- Ortiz-de-Mandojana, N., & Raya-Quero, D. (2022, June 19-21). *Organizational resilience and business group: benefits of closing affiliates in the global automotive industry*. XXXI ACEDE conference, Barcelona, Spain.
- Pattnaik, C., Lu, Q., & Gaur, A. S. (2018). Group affiliation and entry barriers: The dark side of business groups in emerging markets. *Journal of Business Ethics*, 153(4), 1051–1066.

- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: John Wiley & Sons.
- Ramachandran, J., Manikandan, K. S., & Pant, A. (2013). Why conglomerates thrive (outside the U.S.). *Harvard Business Review*, 91(12), 111–119.
- Roe, M. J. (1986). Corporate strategic reaction to mass tort. *Virginia Law Review*, 72(1), 1–59.
- Sanchez-Bueno, M. J., Muñoz-Bullón, F., & Galan, J. I. (2020). Socially responsible downsizing: Comparing family and non-family firms. *Business Ethics: A European Review*, 29(1), 35–55.
- Sarkar, J. (2010). Business groups in India. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *The Oxford handbook of business groups* (pp. 294–325). NY: Oxford University Press.
- Schneider, B. R., Colpan, A. M., & Wong, W. (2018). Politics, institutions, and diversified business groups: comparisons across developed countries. In Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (Eds.), *Business groups in the West: Origins, evolution, and resilience* (pp. 3–26). NY: Oxford University Press.
- Sharav, I. (1974). Transfer pricing—Diversity of goals and practices. *Journal of Accountancy*, 137(4), 56–74.
- Shi, F. (2015). *Business group affiliation improves new firms' profitability*. Working paper, Columbia Business School.
- Silva, R. C. (2021). Internal labor markets, wage convergence, and investment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(4), 1192–1227.
- Singh, J. V. (1986). Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 29(3), 562–585.
- Sohl, T., & Folta, T. B. (2021). Market exit and the potential for resource redeployment: Evidence from the global retail sector. *Strategic Management Journal*.

- Sun, L. Y., Aryee, S., & Law, K. S. (2007). High-performance human resource practices, citizenship behavior, and organizational performance: A relational perspective. *Academy of management Journal*, *50*(3), 558–577.
- Tajeddin, M., & Carney, M. (2019). African business groups: How does group affiliation improve SMEs' export intensity?. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *43*(6), 1194–1222.
- Tan, J., & Peng, M. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, *24*(13), 1249–1263.
- Tate, G., & Yang, L. (2015). The Bright Side of Corporate Diversification: Evidence from Internal Labor Markets. *Review of Financial Studies*, *28*(8), 2203–2249.
- Vanacker, T., Collewaert, V., & Zahra, S. A. (2017). Slack resources, firm performance, and the institutional context: Evidence from privately held European firms. *Strategic Management Journal*, *38*(6), 1305–1326.
- Vicente-Lorente, J. D., & Suárez-González, I. (2007). Ownership Traits and Downsizing Behaviour: Evidence for the Largest Spanish Firms, 1990–1998. *Organization Studies*, *28*(11), 1613–1638.
- Voss, G. B., Sirdeshmukh, D., & Voss, Z. G. (2008). The effects of slack resources and environmental threat on product exploration and exploitation. *Academy of Management Journal*, *51*(1), 147–164.
- White, R. E., Hoskisson, R. E., Yiu, D. W., & Bruton, G. D. (2008). Employment and market innovation in Chinese business group affiliated firms: The role of group control systems. *Management and Organization Review*, *4*(2), 225–256.
- Williamson, I. O. (2000). Employer legitimacy and recruitment success in small businesses. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *25*(1), 27–42.
- Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, *87*(3), 548–577.

BUSINESS GROUPS AND THE ADVANTAGE OF EMPLOYMENT FLEXIBILITY

- Wiseman, R. M., & Bromiley, P. (1996). Toward a model of risk in declining organizations: An empirical examination of risk, performance and decline. *Organization Science*, 7(5), 524
- Wooldridge, J. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Yiu, D. W., Lu, Y., Bruton, G. D., & Hoskisson, R. E. (2007). Business groups: An integrated model to focus future research. *Journal of Management Studies*, 44(8), 1551-1579.
- Zyglidopoulos, S. (2005). The impact of downsizing on corporate reputation. *British Journal of Management*, 16, 253–259.