

DM

Valores em Conflito
Estudo sobre Ética Corporativa e o Valor de Mercado
O caso da guerra entre a Ucrânia e a Rússia

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

José Roberto Sardinha Freitas Rodrigues
MESTRADO EM GESTÃO



UNIVERSIDADE da MADEIRA

A Nossa Universidade

www.uma.pt

junho | 2025

Valores em Conflito
Estudo sobre Ética Corporativa e o Valor de Mercado
O caso da guerra entre a Ucrânia e a Rússia

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

José Roberto Sardinha Freitas Rodrigues

MESTRADO EM GESTÃO

ORIENTAÇÃO

António Miguel Valente Martins

COORIENTAÇÃO

Solange Maria dos Santos Costa

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de expressar os meus sinceros agradecimentos à minha esposa, Sónia Rodrigues, pelo amor incondicional, paciência e apoio constantes em todos os momentos desta jornada. À minha filha, Beatriz Rodrigues, cujo sorriso e energia renovadora foram a fonte da minha inspiração e motivação. À minha mãe, Margarida Rodrigues, que sempre me ofereceu uma base sólida e incentivo constante, com carinho, força e ensinamentos que me guiam ao longo da vida.

Um especial agradecimento e reconhecimento aos meus orientadores, ao Professor Doutor António Martins e à Professora Doutora Solange Santos, pela orientação rigorosa, disponibilidade e contributos fundamentais para o desenvolvimento desta dissertação. O vosso exemplo, conhecimento e incentivo foram decisivos em todo este percurso académico.

Aos meus colegas e amigos Bruno e Luís, pela colaboração e partilha de ideias que ajudaram a superar os desafios deste trabalho, bem como todos os colegas e professores que, direta ou indiretamente, contribuíram com sugestões, críticas e estímulos que enriqueceram esta jornada de aprendizagem.

A todos que acreditaram no meu potencial e me acompanharam nesta etapa, o meu muito obrigado. Este resultado é também fruto do vosso apoio.

Com gratidão,

José Roberto Rodrigues

Sumário

Períodos de conflito geopolítico colocam desafios complexos às organizações, exigindo decisões estratégicas que podem acarretar custos económicos e reputacionais. O conflito Rússia-Ucrânia representa um contexto paradigmático para analisar como as multinacionais ajustam a sua atuação às pressões institucionais e aos valores em conflito. Esta dissertação visa contribuir para o debate sobre o posicionamento empresarial, colmatando lacunas na literatura relacionadas com o efeito retaliativo da Rússia e explorando a influência dos tipos de economias de mercado. Através da metodologia de estudo de eventos, investigamos os retornos das ações das multinacionais do Top100 e Global500 com operações na Rússia, focando: (i) na comunicação da decisão de “Sair” ou “Permanecer” no mercado russo; (ii) no efeito retaliativo sobre as empresas que permaneceram; e (iii) a influência do tipo de economia de mercado (Anglo-Saxónica *versus* Corrente Continental). Os resultados indicam que os mercados penalizam as empresas, antecipando perdas económicas e evidenciando o efeito das pressões institucionais. No entanto, a comunicação das decisões empresariais revela-se essencial para interromper a tendência negativa dos retornos anormais que, dada a coexistência de sinais opostos (custos económicos *versus* ganhos reputacionais), resulta num efeito neutro após essa comunicação. As nossas descobertas mostram que: (i) a opção de “Sair” acarreta menores perdas, embora ambos os caminhos impliquem custos relevantes de curto prazo; (ii) as multinacionais da Corrente Continental são mais penalizadas do que as Anglo-Saxónicas; e (iii) o efeito retaliativo russo não teve o impacto esperado nas multinacionais que permaneceram na Rússia, mas revela nuances importantes ao considerar o tipo de economia de mercado. Estas evidências sugerem que os contextos institucionais e os sinais enviados pelas empresas moldam, de forma diferenciada, as respostas dos investidores. Contudo, dada a complexidade do tema, recomenda-se alguma cautela nesta análise, sendo esta investigação um ponto de partida para o futuro aprofundamento académico do tema.

Palavras-chave:

Conflito Geopolítico; Estudo de Evento; Retornos Anormais de Ações; Comunicação Corporativa; Retaliação Económica Russa; Economias de Mercado.

Abstract

Periods of geopolitical conflict pose complex challenges to organizations, demanding strategic decisions that may entail economic and reputational costs. The Russia-Ukraine conflict represents a paradigmatic context to analyze how multinational companies adjust their actions in response to institutional pressures and conflicting values. This dissertation aims to contribute to the debate on corporate positioning by addressing gaps in the literature related to Russia's retaliatory effect and by exploring the influence of the types of market economies. Using the event study methodology, we investigated the stock returns of Top100 and Global500 multinational companies operating in Russia, with a special focus on: (i) the communication of the decision to "Exit" or "Remain" in the Russian market; (ii) the retaliatory effect on companies that chose to remain in Russia; and (iii) the influence of the type of market economy (Anglo-Saxon versus Continental). The results indicate that markets penalize those companies, anticipating economic losses and highlighting the effect of institutional pressures. However, corporate decision-making communication plays a key role in halting the negative trend of abnormal returns, which, given the coexistence of opposing signals (economic costs versus reputational gains), results in a neutral effect after the communication. Our findings show that: (i) the decision to "Exit" leads to smaller losses, although both choices involve relevant short-term costs; (ii) Continental multinationals are more severely penalized than Anglo-Saxon multinationals; and (iii) the Russian retaliatory effect did not have the expected impact on multinationals that remained in Russia, but reveals important nuances when considering the type of market economy. These findings suggest that institutional contexts and the signals sent by firms shape the differentiated responses of investors. Nevertheless, given the complexity of the topic, caution is recommended, and this research serves as a starting point for future academic exploration of these themes.

Keywords:

Geopolitical Conflict; Event Study; Abnormal Stock Returns; Corporate Communication; Russian Economic Retaliation; Market Economies.

Índice

Sumário	i
Palavras-chave:.....	i
Abstract	ii
Keywords:	ii
Índice	iii
Índice de Figuras	iv
Índice de Tabelas	iv
Lista de Acrónimos	v
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	5
2.1. Enquadramento concetual	6
2.1.1. Guerra, Geopolítica e o Conflito Rússia-Ucrânia	6
2.1.2. Ética Empresarial	7
2.2. Enquadramento Teórico	9
2.2.1. Teoria da Sinalização	10
2.2.2. Teoria Institucional	10
2.2.3. Teoria da Eficiência dos Mercados	12
2.3. Modelo Teórico	13
2.2.1. Implicações do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados financeiros	14
2.2.2. O valor das decisões corporativas	18
2.2.3. Sanções económicas	24
2.4. Modelo Conceptual	26
3. Metodologia de Investigação	28
3.1. Declaração Ética	28
3.2. Dados	28
3.3. Metodologia	30
4. Resultados	33
4.1. Comunicação da Decisão “Permanecer” ou “Sair” do Mercado Russo	33
4.2. O valor das Decisões Corporativas	36
4.3. Retaliação Económica Russa	39
4.4. Influência da Economia de Mercado	40
4.4.1. Para a decisão anunciada pelas empresas	40
4.4.2. Para a Retaliação Económica Russa	46

5. Considerações Finais	48
Referências Bibliográficas	51
Anexos	61
Anexo A - Empresas no mercado russo por decisão	61
Anexo B - Rede de citações	62
Apêndice A – Amostra selecionada para o estudo sobre a decisão corporativa	63
Apêndice B – Tipo de economia de mercado do país de origem	66
Apêndice C - Comunicação das empresas	68
Apêndice D – Amostra selecionada para o estudo da Retaliação Económica Russa	69

Índice de Figuras

Figura 2.1 - Número de artigos publicados no Sicencedirect como referência “ <i>The effect of war on financial markets</i> ”	5
Figura 2.2 - Modelo teórico.....	14
Figura 2.3 - Modelo conceptual	27
Figura 3.1 - Distribuição da amostra pelo Top100 e Global500	28
Figura 3.2 - Distribuição da amostra pelo tipo de decisão	29
Figura 3.3 - Distribuição pelo tipo de economia de mercado do país de origem.....	29
Figura 3.4 - Distribuição da decisão pelo tipo de economia de mercado do país de origem ...	29
Figura 3.5 - Linha do tempo do estudo de evento	31
Figura 4.1 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, para a primeira comunicação da decisão das empresas, após o início do conflito militar Rússia-Ucrânia.....	33
Figura 4.2 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, pelo tipo de decisão das empresas	36
Figura 4.3 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas que anunciaram “Sair”	40
Figura 4.4 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas que anunciaram “Permanecer”	41

Índice de Tabelas

Tabela 2.1 - Estudos de evento sobre o impacto do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados ...	15
Tabela 2.2 - Estudos de evento sobre o impacto do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados (cont.)	16
Tabela 2.3 - Estudos de evento sobre o impacto do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados (cont.)	17
Tabela 2.4 - Estudos de evento sobre as decisões corporativas no conflito Rússia-Ucrânia ...	20

Tabela 2.5 - Estudos de evento sobre as decisões corporativas no conflito Rússia-Ucrânia (Cont.)	21
Tabela 4.1 – Os CAARs e estatísticas descritivas para a primeira decisão das empresas.....	34
Tabela 4.2 - CAARs para o tipo de decisão e teste de diferença para CAARs	36
Tabela 4.3 - Os CAARs e estatísticas descritivas para a RER nas empresas que optaram por “Permanecer” na Rússia	39
Tabela 4.4 - CAARs para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas por decisão e teste de diferença para CAARs.....	41
Tabela 4.5 - CAARs da RER nas empresas que optaram por “Permanecer” de acordo com o tipo de economia de mercado do país de origem e teste de diferença para CAARs	46

Lista de Acrónimos

ARs – Retornos Anormais

AS – Anglo-Saxónicos

CAARs – Retornos Anormais Médios Acumulados

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CARs – Retornos Anormais Acumulados

CC – Corrente Continental

CEO – *Chief Executive Officer*

EMN – Empresas Multinacionais

ESG – *Environmental, Social, and Governance*

EUA – Estados Unidos da América

Global500 – As 500 maiores empresas do mundo

KSE – *Kyiv School of Economics*

MM – Modelo de mercado

ONU – Organização das Nações Unidas

RER – Retaliação Económica Russa

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

Top100 – As 100 empresas com a maior receita na Rússia

UE – União Europeia

YALE – *Yale School of Management*

1. Introdução

A literatura financeira destaca a importância das notícias e eventos geopolíticos sobre os mercados bolsistas, como guerras ou ataques terroristas (Boubaker *et al.*, 2022; Brounen & Derwall, 2010; Hudson & Urquhart, 2015). Estes eventos influenciam significativamente os retornos das ações e a sua volatilidade, sendo as notícias sobre eventos geopolíticos particularmente associadas a níveis mais elevados de incerteza e menor previsibilidade do que as notícias sobre eventos macroeconómicos (Brandt & Gao, 2019).

No dia 24 de fevereiro de 2022, a Rússia invadiu a Ucrânia, dando início a um conflito geopolítico que, à data da presente investigação, ainda decorre. Esta guerra provocou turbulência e preocupação generalizada em várias regiões do mundo, despoletando um conjunto de reações, maioritariamente de apoio à Ucrânia. O conflito obrigou as organizações expostas ao conflito a adaptarem-se num ciclo de ação e reação, com eficácia variável, salientando o impacto da pressão dos *stakeholders* e a necessidade de ajustamento estratégico por parte das empresas.

Hudson e Urquhart (2015), observam que os conflitos armados não têm recebido o mesmo nível de atenção na literatura académica. Neste contexto, o conflito militar Rússia-Ucrânia constitui um verdadeiro “laboratório natural”, oferecendo uma oportunidade única para refletir e desenvolver estudos relevantes na área da gestão (Cumming, 2022), com o objetivo de compreender melhor as estratégias empresariais e as suas consequências.

Para tal, recorreremos à metodologia de estudo de eventos que, desde os seus primórdios com Fama *et al.* (1969), tem sido amplamente utilizada para avaliar a reação dos mercados a eventos específicos, como a pandemia da COVID-19 (Heyden & Heyden, 2021), a Segunda Guerra Mundial (Choudhry, 2010; Hudson & Urquhart, 2015) ou o atual conflito Rússia-Ucrânia (e.g., Balyuk & Fedyk, 2023; Boubaker *et al.*, 2022; Glambosky & Peterburgsky, 2022; Kiesel & Kolaric, 2023; Tosun *et al.*, 2024).

O objetivo desta dissertação é o de contribuir para o debate sobre os conflitos armados, analisando o impacto que a decisão de “Sair” ou “Permanecer” no mercado russo tem no valor de mercado de um conjunto de Empresas Multinacionais (EMN), doravante designadas de multinacionais. Além da análise das decisões corporativas, investigamos também o impacto da retaliação económica russa, resultante da apreensão de ativos ocidentais na Rússia, assim como a influência do tipo de economia de mercado do país de origem das multinacionais.

Num mundo cada vez mais globalizado e interligado, a (des)internacionalização ganhou particular relevância durante a pandemia da COVID-19 e, mais recentemente, no contexto do

conflito Rússia-Ucrânia (Thams & Dau, 2023). Arte e Larimo (2019) identificaram diversos antecedentes – como instabilidade política, risco institucional, burocracia, corrupção e distância institucional – que aumentam a probabilidade de desinvestimento por parte das multinacionais em ambientes internacionais.

A invasão russa teve consequências graves para as economias regionais e globais, reduzindo a capacidade de produção e gerando perturbações significativas na cadeia de abastecimento (Khudaykulova *et al.*, 2022). Em resposta, o Ocidente impôs sanções económicas (Tank & Ospanova, 2022), obrigando mais de mil empresas a clarificarem publicamente a sua decisão de “Permanecer” ou “Sair” do mercado russo – como ilustrado no [Anexo A](#) (KSE, 2024; Yale, 2024). Para Sonnenfeld *et al.* (2022), as empresas que optam por permanecer são geralmente mal vistas pela sociedade, enfrentando custos reputacionais.

A governança corporativa e o ativismo dos acionistas desempenham um papel central nestas decisões. Os investidores tendem a penalizar as multinacionais que escolhem permanecer na Rússia (Tosun & Eshraghi, 2022), enquanto que as multinacionais que desinvestem colocam a responsabilidade social acima dos lucros de curto prazo (Essele, 2022). Neste dilema complexo, as questões de agência e o ativismo corporativo têm incentivado muitas empresas a abandonar o mercado russo (Figar & Đorđević, 2016).

Outro aspeto relevante é o papel das sanções económicas que atuam como instrumentos de pressão diplomática, social e económica sobre países que violam normas internacionais (Hufbauer *et al.*, 2009). A estas sanções estão frequentemente associadas a respostas recíprocas (Lee *et al.*, 2023), como a apreensão de ativos e a nacionalização de empresas ocidentais (Gheorghe & Panazan, 2023). Neste contexto, a Rússia adotou medidas para aumentar o custo de saída das multinacionais, incluindo decretos que permitem a apreensão de ativos (French *et al.*, 2023), sendo isto um tema ainda pouco explorado na literatura.

Perante a complexidade e a incerteza crescentes, compreender estes fenómenos torna-se essencial para as organizações (Anand *et al.*, 2024). Em momentos de crise, a agilidade e a capacidade de adaptação são fatores cruciais para o sucesso (Cunha & Rego, 2020). Os períodos de guerra aumentam a incerteza dos mercados e colocam valores em conflito, criando um dilema complexo para as multinacionais. Este estudo pretende, assim, contribuir para o entendimento desses dilemas, apoiando a tomada de uma decisão informada.

Partindo de uma amostra de 117 multinacionais (Top100¹ e Global500²) identificadas na base de dados da *Leave Russia*³ de *Kyiv School of Economics* (KSE) e confirmadas pela *Yale CELI List of Companies Leaving and Staying in Russia*⁴, procuramos responder às seguintes questões de investigação:

- (i) Após o início do conflito, qual o impacto de curto prazo da comunicação da decisão de “Permanecer” ou “Sair” da Rússia no valor de mercado das multinacionais?
- (ii) Qual o efeito da Retaliação Económica Russa (RER) no valor de mercado das multinacionais que optaram por “Permanecer”?
- (iii) De que forma o tipo de economia de mercado do país de origem das multinacionais influencia os retornos anormais (ARs) dessas empresas?

Embora alguns estudos indiquem que a decisão de “Sair” do mercado russo é menos penalizadora para as multinacionais (e.g., Balyuk & Fedyk, 2023; Kiesel & Kolaric, 2023; Sonnenfeld *et al.*, 2022; Tosun *et al.*, 2024; Tosun & Eshraghi, 2022), outros apontam para o oposto, sugerindo maiores penalizações associadas a essa saída (e.g., Alam *et al.*, 2023; French *et al.*, 2023; Glambosky & Peterburgsky, 2022), o que evidencia a falta de consenso existente na literatura.

A nossa investigação visa, portanto, enriquecer o debate académico sobre o posicionamento empresarial face à ofensiva russa e, preencher lacunas existentes sobre o efeito retaliativo e a influência dos tipos de economias de mercado em períodos de conflito. Os resultados demonstram que os mercados reagiram negativamente ao conflito, antecipando perdas económicas e pressões institucionais (e.g., custos de saída ou custos reputacionais de permanência). A comunicação das multinacionais revelou-se importante para travar a tendência negativa dos retornos anormais, em linha com Balyuk e Fedyk (2023), que indicam que essa tendência cessa até cinco dias após o anúncio da decisão das empresas. Dada a coexistência de sinais contrários (custos económicos *versus* ganhos reputacionais), as nossas evidências apontam para um efeito neutro após a comunicação.

A análise diferenciada por tipo de decisão, efeito retaliativo e tipo de economia de mercado mostra que:

- (i) a opção de “Sair” envolve menores perdas, ainda que ambas as opções impliquem custos significativos no curto prazo, em linha com a tendência apontada na literatura,

¹ Através da base de dados KSE é possível filtrar as 100 maiores multinacionais na Rússia por receita.

² Tem por base o ranking anual das 500 maiores multinacionais a nível mundial, através da base de dados KSE é possível filtrar as empresas do Global500 relacionadas com o mercado russo.

³ Base de dados *KSE*, acedida a 3 de novembro de 2024. <https://leave-russia.org/?1650483096>.

⁴ Base de dados *Yale*, acedida a 3 de novembro de 2024. <https://www.yalerussianbusinessretreat.com/>.

que aponta para o benefício de “Sair” da Rússia (e.g., Balyuk & Fedyk, 2023; Kiesel & Kolaric, 2023; Sonnenfeld *et al.*, 2022; Tosun *et al.*, 2024; Tosun & Eshraghi, 2022);

- (ii) o efeito retaliativo não teve o impacto esperado no valor das multinacionais que permaneceram na Rússia;
- (iii) ao considerar o tipo de economia de mercado, apoiados nos contributos de La Porta *et al.* (1997, 1998) e de Witt e Jackson (2016), identificam-se impactos diferenciados entre as multinacionais da Corrente Continental e as Anglo-Saxónicas, o que aponta para a influência exercida pelos diferentes contextos institucionais do país de origem das empresas.

Estes resultados sugerem que, em tempos de incerteza, os contextos institucionais e os sinais enviados pelas empresas moldam, de forma diferenciada, a perceção dos investidores. Tal facto, pode ser explicado com recurso à Teoria da Sinalização (Spence, 1973, 2002) e à Teoria Institucional (DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977) devido ao potencial explicativo destas teorias para compreender as distintas reações do mercado.

Estruturámos a presente dissertação da seguinte forma: na Secção 2, começamos por clarificar os conceitos de guerra, geopolítica e ética empresarial, apresentando, de seguida, o modelo teórico e a análise da literatura, fundamentando o objeto de estudo, as hipóteses de investigação e o modelo conceptual; na Secção 3, descrevemos a metodologia; na Secção 4, analisamos e discutimos os resultados obtidos; e, por último, na Secção 5 apresentamos as principais conclusões, evidenciando os contributos para a literatura e a originalidade do estudo, e apontamos os desafios e limitações do trabalho que servirão de pistas para futura investigação.

2. Revisão de Literatura

Num Mundo VUCA – *Volatility, Uncertainty, Complexity and Ambiguity* ou BANI – *Brittle, Anxious, Nonlinear and Incomprehensible* (Coronado-Maldonado & Benítez-Márquez, 2023; Fleming & Millar, 2019; Hallo *et al.*, 2020; Rodrigues *et al.*, 2022; Zachosova *et al.*, 2022), resultante das dinâmicas humanas, das ações individuais/empresariais e da degradação do capital social-relacional (Cunha & Rego, 2020), as organizações e os seus gestores são desafiados a atuar de forma distinta da habitual para competirem eficazmente em ambientes cada vez mais incertos (Llop *et al.*, 2017).

A invasão russa na Ucrânia configura o maior conflito militar na Europa desde 1945, com repercussões geopolíticas globais. Este evento gerou choques exógenos para as multinacionais com operações na Rússia (Kiesel & Kolaric, 2023) e originou intensos debates sobre os impactos geopolíticos nas organizações transnacionais (Yan *et al.*, 2022), com influência direta nos mercados e nas operações das empresas (Assaf *et al.*, 2023; Boubaker *et al.*, 2022; Kumari *et al.*, 2024).

O conflito geopolítico interrompeu o *status quo* dos mercados internacionais, proporcionando uma oportunidade única para observar as reações das organizações e a pressão dos *stakeholders* em períodos de grande imprevisibilidade (Cumming, 2022; Grebe *et al.*, 2024; Pajuste & Toniolo, 2022; Sonnenfeld *et al.*, 2022).

Hudson e Urquhart (2015) observam que, do investidor aos efeitos provocados pela guerra nos mercados financeiros, tem sido pouco estudado na literatura financeira. Porém, o conflito Rússia-Ucrânia ([Anexo B](#)), a par de outros, como o conflito em Israel, despertou um crescente interesse por parte da academia, que se traduz num aumento expressivo da investigação realizada, sobre esta temática, nos últimos anos (ver Figura 2.1).

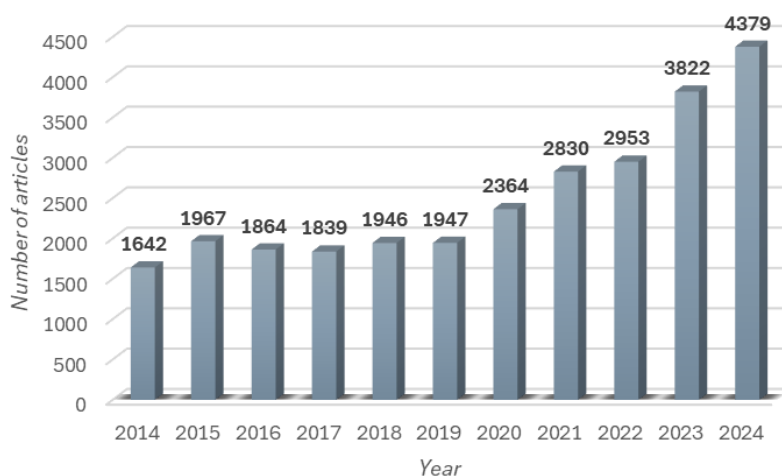


Figura 2.1 - Número de artigos publicados no Scimedirect como referência “*The effect of war on financial markets*”

Fonte: Scimedirect (01.12.2024)

De acordo com Cumming (2022), o conflito Rússia-Ucrânia oferece um conjunto de oportunidades para a investigação na área da gestão, podendo ser abordadas através de distintas perspectivas ou temáticas, tais como o contexto institucional, os mercados financeiros, os impactos nos setores da energia, bancário e *Fintech*, assim como questões ligadas à liderança, fraude e má conduta, práticas de *Environmental, Social and Governance* (ESG), empreendedorismo internacional e inovação. Estas áreas têm potencial para fornecer contributos significativos e úteis para académicos, profissionais e decisores políticos.

Eventos extremos inesperados, como guerras ou ataques terroristas, tendem a originar ajustamentos das carteiras de investimentos, conduzindo ao desinvestimento de ativos expostos negativamente aos riscos geopolíticos (Arin *et al.*, 2008; Bounou & Yatié, 2022; Chen & Siems, 2006; Kumari *et al.*, 2023; Pandey *et al.*, 2023).

Em termos gerais, os mercados financeiros reagem negativamente aos riscos geopolíticos (Umar *et al.*, 2022), sendo que o conflito Rússia-Ucrânia perturbou a estabilidade mundial e reduziu as perspectivas para o empreendedorismo internacional (Zahra, 2022). Ao provocar incerteza sobre as taxas de crescimento futuras, os eventos geopolíticos aumentam as taxas de desconto dos *cash-flows*, levando os investidores a exigirem retornos mais elevados como compensação pelo risco adicional (Conrad *et al.*, 2013).

Antes de avançar para o enquadramento teórico deste estudo, iremos, primeiramente, debruçar-nos sobre os conceitos de guerra, geopolítica e ética empresarial, por darem o título a este trabalho e servirem de base a uma correta interpretação do objeto em estudo.

2.1. Enquadramento concetual

2.1.1. Guerra, Geopolítica e o Conflito Rússia-Ucrânia

A compreensão do fenómeno e do conceito de guerra tem sido objeto de reflexão histórica, adquirindo renovada relevância com a invasão russa da Ucrânia. Desde a Antiguidade, a guerra ocupa um lugar central nas ciências sociais, políticas e militares, destacando-se a definição clássica de Carl von Clausewitz como uma das mais influentes na ciência política e nos estudos estratégicos contemporâneos (Kaldor, 2010).

Segundo Clausewitz *et al.* (1976), a guerra pode ser entendida como um conflito armado organizado entre grupos políticos, Estados ou outras entidades com poder político, envolvendo o uso da violência para alcançar objetivos políticos, territoriais, ideológicos ou económicos. Esta conceção evidencia que a guerra é um instrumento político, em que a violência é utilizada como meio para atingir fins estratégicos.

No plano jurídico, as Convenções de Genebra não exigem declaração formal para classificar um conflito internacional como guerra. Assim, a ofensiva russa enquadra-se neste conceito, dado o uso sistemático da força militar para fins políticos e territoriais por parte da Rússia. Acresce a isto que, apesar da terminologia oficial russa apontar para uma operação militar especial, a Organização das Nações Unidas (ONU) e a União Europeia (UE), em diversas ocasiões, recorreram ao termo “guerra” para se referirem ao conflito armado Rússia-Ucrânia (e.g., Comissão Europeia, 2025; Conselho Europeu, 2025; Gordon, 2025; ONU, 2022, 2025). Por outro lado, com a anexação da Crimeia pela Federação Russa em março de 2014, já Freedman (2019) sublinhava que, a força militar continuava a ser utilizada para redesenhar fronteiras e desafiar a ordem internacional, apontando para a tal conceção clássica de guerra.

Segundo Martins *et al.* (2023), a guerra Rússia-Ucrânia é singular na sua natureza e assume especial relevância geopolítica, atingindo o seu ponto mais elevado após a invasão russa, em linha com o índice de risco geopolítico desenvolvido por Caldara e Iacoviello (2022), sendo a dimensão geopolítica relevante para entender as dinâmicas internacionais deste conflito.

Para além do exposto, importa igualmente clarificar que a geopolítica estuda a relação entre poder e espaço, analisando como os fatores geográficos, económicos, demográficos e culturais moldam as relações de poder, sendo estes fatores essenciais para interpretar os fenómenos internacionais e conflitos (Flint, 2021).

Assim, se tivermos em conta o passado histórico comum entre a Rússia e a Ucrânia, bem como os recursos e a localização estratégica deste último país, a que acresce o apoio ocidental oferecido à Ucrânia, fica evidente a dimensão global e geopolítica deste, marcado pela disputa do espaço pós-soviético e pela redefinição das fronteiras de segurança.

2.1.2. Ética Empresarial

A discussão acerca da ética empresarial e do seu conceito não é nova, fazendo parte de um longo debate na academia. Apesar da sua relevância, ainda não existe uma definição consensual e universalmente aceite. Não obstante, poucos conceitos empresariais têm sido tão amplamente usados como o de “ética empresarial” havendo inúmeras definições na literatura (Sroka & Lörinczy, 2015).

Por um lado, alguns autores referem-se às responsabilidades éticas das empresas, como parte da Responsabilidade Social Corporativa (RSC), traduzindo-se na obrigação de as empresas fazerem o que é certo, correto e justo, para além do cumprimento das inerentes responsabilidades económicas e legais (e.g., Carroll, 1991). Por outro lado, outros autores referem-se à ética empresarial e à RSC enquanto conceitos interligados, mas distintos, apesar

de reconhecerem tratar-se de conceitos usados muitas vezes como sinónimos, e de partilharem a ideia de que a ética, de uma forma geral, se refere a um conjunto de regras ou princípios que ajudam a definir e distinguir condutas corretas de condutas incorretas (e.g., Sroka & Lörinczy, 2015).

Além destes conceitos amplamente usados na literatura, é frequente haver, como veremos a seguir, referência a outros conceitos que refletem o escrutínio ou julgamento social a que as empresas estão expostas, forçando-as a cumprir com as expectativas sociais, sob pena de serem penalizadas, caso não o façam. É neste sentido que, por exemplo, Lewis e Unerman (1999), Mathews (2004) e Deegan (2002), já se referiam à existência de um contrato social, implicitamente estabelecido entre as empresas e a sociedade, do qual depende a legitimidade das empresas. Também já Dowling e Pfeffer (1975) tinham feito menção a este contrato, evidenciando o seu peso e importância para, por exemplo, resolver a competição entre as empresas, por meio de mecanismos de mercado que apontam, uma vez mais, para a necessidade de as empresas cumprirem com as expectativas sociais ou do mercado, a fim de se legitimarem.

Neste ponto, Lindblom (1994) correlacionava a legalidade com a legitimidade, referindo que as leis podem servir de substituto à legitimidade, fazendo refletir, nos textos legais, as prescrições para os comportamentos das empresas. Desta forma, ao correlacionar as leis com as normas e valores sociais, vertidos no tal contrato social de que falamos atrás, a lei passaria a servir, simultaneamente, de fonte e de indicador da legitimidade das empresas. Porém, sabendo que, numa sociedade democrática, a correlação entre as leis e as normas e valores sociais é muitas vezes imperfeita, a lei pode nem sempre ser suficiente para medir a legitimidade das organizações (Dowling & Pfeffer, 1975). Isto leva-nos de volta ao preconizado por Carroll (1991) quando afirma que as responsabilidades éticas poder ir mais além do mero cumprimento das responsabilidades económicas e legais.

Se ao atrás exposto acrescentarmos a natureza dinâmica das normas sociais que, geralmente, evoluem a um ritmo mais rápido do que as normas legais (Dowling & Pfeffer, 1975), facilmente compreendemos os dilemas éticos (mencionados no título desta dissertação) com que as empresas se deparam muito frequentemente.

Não podemos também esquecer que o próprio conceito de legitimidade evolui no tempo e no espaço, ou em função das pessoas e da perceção que estas têm sobre a atuação das empresas, sendo esta perceção influenciada por cada contexto social e cultural que se revela igualmente mutável e dinâmico, afetando a evolução daquilo que se considera legítimo em cada momento (Lewis & Unerman, 1999). Finalmente, o dinamismo do contexto institucional das empresas e daquilo que, em última instância, é considerado, ou não, legitimado pela sociedade ou pelo

mercado, coloca uma pressão constante sobre as empresas que passam a estar perante um exercício permanente de análise e adaptação ao meio em que se inserem e atuam. É, aliás, por esta razão, que, no modelo conceitual apresentado no ponto 2.3, incluímos a Teoria Institucional; esta teoria não só tem subjacente o conceito de legitimidade, como tem ainda em conta o contexto institucional de cada empresa, facto que permitiu, neste estudo, diferenciar e dividir a amostra inicial, em duas subamostras afetadas, influenciadas e moldadas pelos diferentes contextos institucionais.

No presente estudo, o dilema ético enfrentado pelas empresas analisadas traduz-se na decisão de sair ou permanecer no mercado russo, após a ofensiva militar, estando em causa valores opostos relacionados com aspetos económicos e reputacionais. Não havendo uma prescrição legal sobre a decisão que as empresas devem adotar e, em caso de que a houvesse, não havendo certeza de que o cumprimento dessa prescrição legal fosse garantia suficiente da manutenção da legitimidade obtida, as empresas tiveram de decidir o seu posicionamento, comunicando-o ao mercado. Isto levou a que essas empresas enfrentassem, *a posteriori*, os efeitos do “julgamento” que o mercado fez da decisão tomada pelas empresas, recompensando-as ou penalizando-as com retornos anormais.

Por sua vez, o julgamento e avaliação do mercado pode ter sido afetado por aquilo que, à luz do atrás exposto, se esperava das empresas ou se considerava, do ponto de vista das suas responsabilidades éticas, como sendo uma decisão certa ou errada. Neste caso, e como também já mencionado, há autores (e.g., Sonnenfeld *et al.*, 2022) para quem a decisão de permanecer no mercado russo foi mal vistas pela sociedade, traduzindo-se em custos reputacionais.

Para concluir, importa referir que, tal como demonstrado por Santos *et al.* (2022), é possível distinguir reputação corporativa de aprovação social, embora sejam conceitos estreitamente relacionados, já que a aprovação social poderá impactar positivamente na reputação das empresas. Desta forma, as questões éticas, mencionadas no título desta dissertação, estão implícitas nas decisões das empresas em sair ou permanecer no mercado russo, na avaliação e julgamento que o mercado fez dessas decisões, bem como da forma como isso se refletiu no valor de mercado dessas empresas e na sua reputação corporativa.

2.2. Enquadramento Teórico

No sentido de ampliar o conhecimento do fenómeno em estudo, recorreu-se ao poder explicativo de três teorias (Teoria da Sinalização, Teoria Institucional e Teoria da Eficiência dos Mercados) que, em conjunto, contribuem para uma compreensão mais completa e aprofundada

acerca do conflito Rússia-Ucrânia e do impacto deste nas empresas com exposição ao mercado russo.

Para o efeito, faz-se, de seguida, uma breve incursão por cada uma dessas teorias, apresentando-se, posteriormente, o modelo teórico resumido na Figura 2.2 que serve de base à exploração que se segue, abrindo espaço à formulação de 6 hipóteses de investigação.

2.2.1. Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização, desenvolvida por Spence (1973, 2002), postula que, em situações de informação assimétrica, a parte informada (e.g., agente) pode enviar sinais credíveis à parte menos informada (e.g., principal) para demonstrar a sua competência, compromisso e alinhamento de interesses.

Por sua vez, os investidores utilizam esses sinais observáveis – como investimentos, políticas corporativas e informações divulgadas – para formular expectativas sobre as empresas e reduzir o impacto da assimetria de informação. Assim, a sinalização desempenha um papel fundamental na interpretação de decisões empresariais e no alinhamento de interesses, mitigando potenciais conflitos de agência.

Os mercados reagem aos sinais, ajustando as expectativas e os comportamentos dos investidores de acordo com as novas informações. Neste contexto, as decisões corporativas – como anúncios de saída de um mercado – funcionam como sinais interpretados pelos investidores quanto à estratégia, compromisso e valores da empresa. De igual modo, as notícias sobre sanções ou confisco de ativos enviam um sinal negativo para a estabilidade económica e a viabilidade das empresas expostas a estes riscos.

No nosso estudo, a Teoria da Sinalização ajuda a compreender as reações do mercado aos anúncios de saída ou permanência das multinacionais, evidenciando como estes sinais influenciam a perceção de legitimidade e responsabilidade social das empresas em tempos de incerteza.

2.2.2. Teoria Institucional

A Teoria Institucional oferece uma perspetiva sociológica sobre o comportamento organizacional, constituindo uma base teórica essencial para compreender como as organizações interagem entre si e dentro de um campo institucional (DiMaggio & Powell, 1983). As organizações não são apenas influenciadas por fatores económicos, mas também por pressões institucionais que moldam as suas estruturas, estratégias e práticas (DiMaggio &

Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977). Ao longo dos anos, a perspectiva institucional tem sido cada vez mais usada para explicar o funcionamento e a evolução organizacional (Scott, 2008).

Meyer e Rowan (1977) introduziram a ideia de que as organizações adotam estruturas formais não apenas para melhorar a eficiência interna, mas também para garantir legitimidade social, através da incorporação de normas institucionais amplamente aceites. DiMaggio e Powell (1983), ampliaram esta visão ao desenvolverem o conceito de isomorfismo institucional, que descreve o processo pelo qual as organizações, sujeitas a pressões semelhantes, tendem a tornarem-se homogêneas. Os autores identificaram três tipos de isomorfismo: (i) coercivo – decorrente de influências políticas e de questões de legitimidade (pressões legais, políticas e contratuais); (ii) mimético – que deriva de respostas padronizadas à incerteza (tendência para imitar práticas de organizações perçecionadas como bem-sucedidas); e (iii) normativo – influenciado por normas profissionais e educacionais.

Assim, as organizações não atuam de forma isolada, mas respondem a expectativas formais e informais impostas por governos, reguladores, concorrentes, consumidores e pela sociedade em geral. Esta adaptação às pressões institucionais confere legitimidade organizacional, sendo, do ponto de vista estratégico, um recurso intangível que pode potenciar o desempenho das empresas num ecossistema interconectado (Crane, 2020; Fu & Wang, 2024; Gardberg & Fombrun, 2006; Johnson *et al.*, 2006; Yang & Taylor, 2015).

La Porta *et al.* (1997, 1998) destacam, ainda, que as diferenças nos contextos legais nacionais exercem uma influência determinante no desempenho financeiro e económico das empresas. O sistema legal molda a proteção dos investidores, a governança corporativa e o desenvolvimento dos mercados, originando comportamentos e resultados diferenciados entre as empresas. Assim, distinguem-se dois grandes sistemas legais: o *Common Law* (direito comum), originário do Reino Unido e adotado por países como os EUA, Canadá e Austrália, caracterizado por uma forte proteção dos investidores e por mercados financeiros mais dinâmicos; e o *Civil Law*, derivado do Direito Romano, que assenta em três grandes tradições jurídicas (francesa, alemã e escandinava), predominando em países do continente europeu e caracterizando-se por menor proteção dos investidores e mercados acionistas menos desenvolvidos.

Segundo La Porta *et al.* (1997, 1998), esta diversidade nos sistemas legais origina diferenças sistemáticas na coordenação estratégica dos *stakeholders*, permitindo agrupar os países em dois grandes blocos: (i) países Anglo-Saxónicos, associados a economias de mercado liberal; e (ii) países da Corrente Continental (Europa Continental e Japão), caracterizados por

economias de mercado coordenado (Hall & Soskice, 2001; Witt & Jackson, 2016), aos quais se juntam outros países orientais como a Coreia e Taiwan (Matten & Moon, 2008).

Os mercados Anglo-Saxónicos (AS) seguem um modelo baseado no financiamento via mercados acionistas, com elevada dispersão da propriedade, maior dinamismo financeiro e mudanças frequentes no controlo das empresas. Verifica-se ainda uma baixa cooperação entre empresas e mercados de trabalho flexíveis, com maior facilidade para a contratação e despedimento de trabalhadores. Em contrapartida, os mercados da Corrente Continental (CC) recorrem preferencialmente ao financiamento por dívida de longo prazo, apresentam concentração de propriedade em grandes acionistas e menor dinamismo no controlo empresarial. Estes mercados caracterizam-se por uma forte colaboração entre empresas e mercados de trabalho mais rígidos, oferecendo maior estabilidade e proteção aos trabalhadores (Jackson & Apostolakou, 2010).

No nosso estudo, esta distinção institucional fundamenta a comparação dos impactos diferenciados nas multinacionais de origem AS e da CC, reforçando o papel da Teoria Institucional.

2.2.3. Teoria da Eficiência dos Mercados

A Teoria da Eficiência dos Mercados, é um dos marcos da teoria financeira moderna, que foi desenvolvida independentemente por Samuelson (1965) e Fama (1965), constituindo um guião quer para os profissionais, como para os académicos. De acordo com esta teoria, num mercado eficiente, os preços das ações refletem toda a informação disponível, tornando impossível superar o mercado através da seleção especializada de ações ou do *timing* de mercado; os preços ajustam-se rapidamente às novas informações (Fama *et al.*, 1969). Para Samuelson (1965), se fosse possível prever com certeza a subida do preço de um ativo, este já teria subido – evidência da incorporação imediata das expectativas nos preços de mercado.

De acordo com Fama (1965), um mercado eficiente é caracterizado por um grande número de agentes racionais, orientados para o lucro, que competem ativamente e onde a informação relevante está disponível, em geral, de forma gratuita. Assim, a única forma de obter retornos superiores passa por assumir investimentos mais arriscados (Fama *et al.*, 1969).

É com base na Teoria da Eficiência dos Mercados que está alicerçada toda a metodologia de estudo de eventos que, desde que foi introduzida por Fama *et al.* (1969), tem sido o método padrão para medir a reação dos preços das ações a anúncios ou eventos.

A literatura demonstra que os estudos de eventos têm sido utilizados por duas razões principais: (i) testar a eficiência do mercado de ações e (ii) examinar o impacto de alguns

eventos nos mercados de ações. Brown e Warner (1980, 1985) sublinham que a utilidade desta metodologia depende de um conjunto de pressupostos fundamentais, incluindo os seguintes: (i) os mercados são eficientes – qualquer informação financeiramente relevante que seja revelada aos investidores será rapidamente incorporada nos preços das ações; (ii) os eventos são imprevistos – o mercado não tinha anteriormente informação sobre o evento; e (iii) não existem efeitos concorrentes que contaminem a análise – sendo possível isolar o impacto específico do evento.

Na presente dissertação, a Teoria da Eficiência dos Mercados justifica a utilização do estudo de eventos como ferramenta central para avaliar as reações de curto prazo dos mercados às decisões das multinacionais, oferecendo uma base sólida para a análise empírica.

2.3. Modelo Teórico

O conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia provocou não só um impacto geopolítico e económico significativo, mas também desafiou diretamente a forma como as multinacionais expostas ao mercado russo comunicam com os *stakeholders*. Com o aumento da incerteza nos mercados e conseqüente agravamento da assimetria de informação, facto que pode ser explicado com recurso à Teoria da Sinalização, os anúncios das empresas (H1) quanto à sua estratégia na Rússia visavam reduzir as incertezas no mercado, mantendo a confiança dos *stakeholders*. Por seu lado, o alinhamento entre os sinais das empresas e as pressões institucionais do mercado (H2 a H4), explicadas pela Teoria Institucional e que podem variar consoante o tipo de economia de mercado, constitui um elemento-chave para a legitimidade corporativa, que se traduz numa menor ou maior penalização do valor de mercado das empresas, por parte dos mercados financeiros que tendem a refletir toda a informação disponível, tal como explicado pela Teoria da Eficiência dos Mercados.

Com o avançar do conflito e a saída de várias multinacionais do mercado russo, a Rússia intensificou a guerra económica com o ocidente e implementou uma política de retaliação (H5 e H6), tendo confiscado os ativos de algumas empresas ocidentais que continuavam a operar naquele mercado, como no caso da Danone e da Carlsberg. Isto traduziu-se num aumento da incerteza para as empresas que permaneceram no mercado russo, o que, teoricamente, se pode traduzir numa penalização adicional por parte dos mercados, dado que estes tendem a reagir negativamente quando a incerteza não é mensurável, desafiando os modelos tradicionais de previsão de retorno (Knight, 1921).

A Figura 2.2 sintetiza, de forma esquemática, o enquadramento teórico apresentado anteriormente, com as hipóteses de investigação que serão exploradas nesta secção.

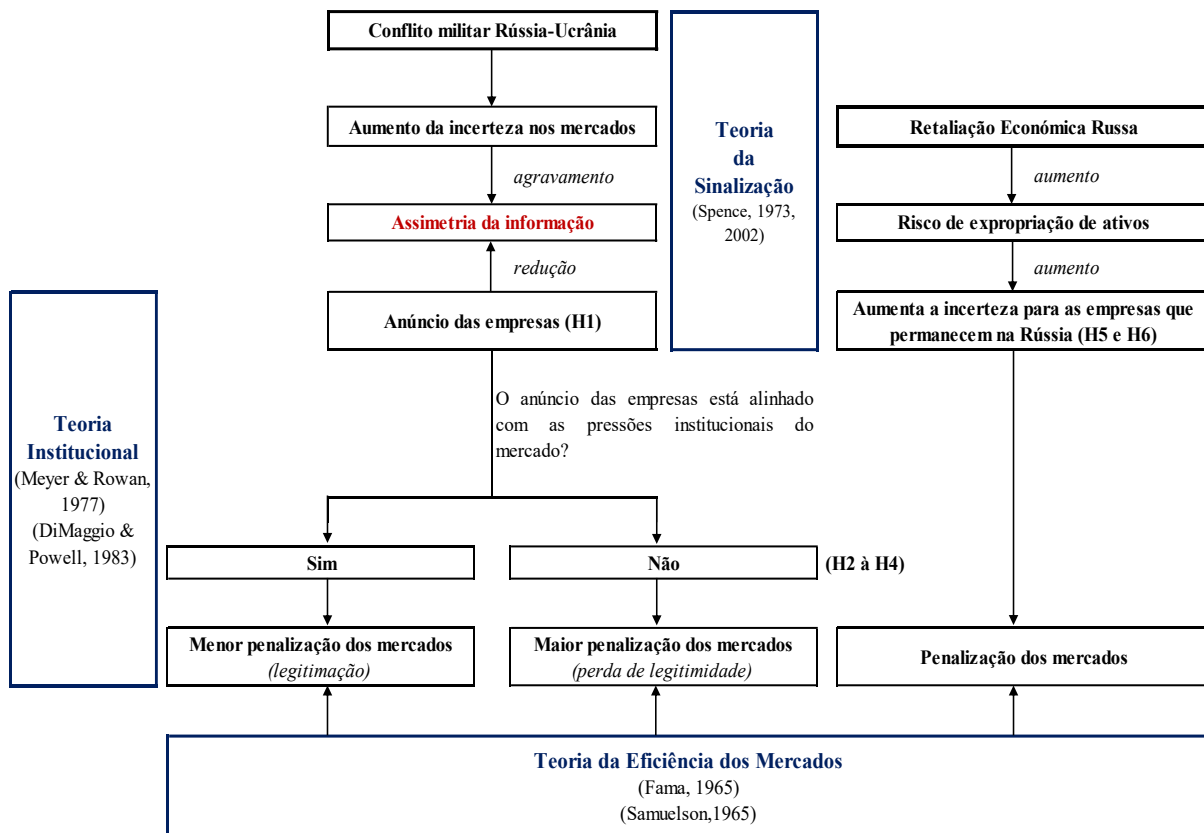


Figura 2.2 - Modelo teórico
 Fonte: Elaboração própria

2.2.1. Implicações do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados financeiros

Os preços das ações refletem a confiança e as expectativas dos investidores em relação ao futuro (Schneider & Troeger, 2006). De acordo com Caldara e Iacoviello (2022) os riscos geopolíticos influenciam significativamente o preço dos ativos e o fluxo de capitais entre países, sendo que as notícias sobre eventos geopolíticos relacionados com conflitos militares tendem a gerar picos nos níveis de risco, quando comparados com outros eventos. Como realçado por Martins *et al.*(2023), o atual conflito entre a Rússia e a Ucrânia é o mais grave desde a Segunda Guerra Mundial, envolvendo dois dos principais produtores mundiais de *commodities*. Além disso, Joshi *et al.* (2023) sublinham que, para além dos efeitos económicos e financeiros, este conflito originou a maior crise de refugiados na Europa.

A literatura demonstra que a incerteza provocada pelo conflito Rússia-Ucrânia levou a uma queda persistente nos preços das ações de muitas multinacionais (Grebe *et al.*, 2024; Wadhwa & Goodell, 2024). Esta tendência negativa, foi particularmente mais forte nos primeiros meses

da guerra (Grebe *et al.*, 2024), confirmando a reação imediata dos mercados às notícias sobre o conflito (Izzeldin *et al.*, 2023).

A crescente investigação sobre o efeito do conflito militar Rússia-Ucrânia nos mercados, revela um impacto significativamente negativo na generalidade dos mercados financeiros (Assaf *et al.*, 2023; Boubaker *et al.*, 2022; Boungou & Yatié, 2022; Das *et al.*, 2023; Izzeldin *et al.*, 2023; Joshi *et al.*, 2023; Kamal *et al.*, 2023; Martins *et al.*, 2023; Pandey *et al.*, 2023; Yousaf *et al.*, 2022). Estes estudos reportam retornos anormais negativos estatisticamente significativos para a maioria dos índices globais de ações (Joshi *et al.*, 2023; Yousaf *et al.*, 2022). Nas tabelas 2.1 e 2.2 apresentamos uma síntese dos estudos de evento relacionados com os impactos do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados financeiros.

Tabela 2.1 - Estudos de evento sobre o impacto do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados

Estudos	Autores	Resultados/Impacto
O preço da guerra: Efeito da guerra Rússia-Ucrânia no mercado financeiro global.	Assaf et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • Retornos anormais negativos após o início do conflito militar; • A magnitude dos retornos anormais varia entre regiões; • Países desenvolvidos com reações mais negativas do que os países emergentes; • Os países com uma maior percentagem de comércio no PIB foram mais afetados.
A reação dos mercados de ações do G20+ ao evento “cisne negro” do conflito Rússia-Ucrânia: evidências da abordagem do estudo de eventos	Yousaf et al. (2022)	<ul style="list-style-type: none"> • Um forte impacto negativo na maioria dos mercados de ações, em especial no mercado russo; • Os mercados de ações europeus e asiáticos são afetados negativamente e significativamente pelo conflito.
Impactos heterogêneos das guerras nos mercados de ações globais: evidências da invasão da Ucrânia	Boubaker et al. (2022)	<ul style="list-style-type: none"> • A invasão gerou CARs negativos para os índices globais do mercado de ações, com efeitos heterogêneos; • Os mercados desenvolvidos apresentam um impacto negativo mais forte do que os mercados emergentes; • O conflito não afetou os mercados asiáticos; • Os países com maior volume de comércio internacional em relação ao seu PIB são impactados negativamente durante a guerra.
Proximidade da Guerra: A Resposta do Mercado de Ações à Invasão Russa da Ucrânia	Federle et al. (2022)	<ul style="list-style-type: none"> • A maior proximidade com a Ucrânia leva a existência de retornos anormais mais negativos (<i>proximity penalty</i>).

Tabela 2.2 - Estudos de evento sobre o impacto do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados (cont.)

Estudos	Autores	Resultados/Impacto
O Impacto da Guerra Rússia-Ucrânia nos Mercados de Ações da Ásia-Pacífico, Estados Unidos e Europa	Joshi et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • O início da guerra teve um impacto significativamente negativo na maioria dos índices de mercado; • Todos os índices de mercado apresentaram ARs negativos estatisticamente significativos na janela pós-evento, com exceção da Austrália, Bangladesh, Índia e Filipinas; • Os mercados da Europa e os países diretamente vizinhos à Ucrânia são os mais vulneráveis às notícias da guerra.
Conflito Rússia-Ucrânia: O efeito nos retornos do mercado de ações dos bancos europeus	Martins et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • Reação negativa, e estatisticamente significativa, do preço das ações dos bancos no início do conflito militar e nas datas seguintes próximas ao evento; • Existência de uma maior penalização bolsista para os bancos russos e bancos estrangeiros com elevada exposição à Rússia; • Determinantes específicos do banco, como dimensão, lucratividade, aversão ao risco, nível de eficiência operacional, controlo acionista e exposição ao mercado russo afetam os retornos anormais.
Crise Rússia-Ucrânia: Os efeitos no mercado bolsista europeu	Ahmed et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • A crescente incerteza política, a proximidade geográfica e as sanções económicas impostas à Rússia, resultaram em retornos anormais negativos para o mercado europeu; • A magnitude dos retornos anormais é influenciada pelo sector de atividade, país e dimensão das empresas.
O mercado de ações indiano enfrentou a tempestade Rússia-Ucrânia com segurança?	Pandey et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • Existência de ARs negativos e significativos para os períodos pré-conflito e conflito militar Rússia-Ucrânia; • Os ARs pós-invasão são positivos e significativos; • A dimensão e a alavancagem influenciam negativamente os retornos anormais pré-invasão.
São os países de alto rendimento e inovadores resilientes à guerra entre a Rússia e a Ucrânia?	Kumari et al. (2024)	<ul style="list-style-type: none"> • Existência de retornos anormais negativos e estatisticamente significativos para a generalidade dos índices de mercado a nível global; • O impacto negativo deve-se à incerteza sobre as perspectivas económicas, à interrupção do comércio, às sanções económicas, ao aumento dos riscos geopolíticos, ao aumento do prémio de risco e à redução do investimento estrangeiro; • Países com um maior índice de inovação e com um menor rácio comércio/PIB mostram-se mais resilientes.

Tabela 2.3 - Estudos de evento sobre o impacto do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados (cont.)

Estudos	Autores	Resultados/Impacto
O impacto da crise Rússia-Ucrânia no mercado de ações: evidências da Austrália	Kamal et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • Retornos anormais negativos e estatisticamente significativos no dia do evento; • As reações negativas do mercado de ações desapareceram, em grande parte, no período pós-evento; • Pequenas e médias empresas foram as mais afetadas; • Empresas de alto crescimento, com reduzida liquidez e voltadas para a exportação estão mais expostas ao evento.

A generalidade da literatura confirma os impactos negativos significativos do conflito Rússia-Ucrânia nos mercados financeiros, com efeitos heterogêneos entre países, setores e dependendo de características idiossincráticas das empresas, como a dimensão e a liquidez destas (Ahmed *et al.*, 2023; Kamal *et al.*, 2023; Pandey *et al.*, 2023). Estes efeitos são exacerbados pela incerteza causada pelo conflito militar (Grebe *et al.*, 2024), pela proximidade geográfica (Ahmed *et al.*, 2023; Federle *et al.*, 2022) e pelas sanções económicas impostas à Rússia (Ahmed *et al.*, 2023). Para Kumari *et al.* (2024), o conflito militar Rússia-Ucrânia teve um impacto negativo nos Retornos Anormais Acumulados (CARs), devido à incerteza económica, à interrupção do comércio, à inflação, às sanções económicas, ao aumento dos riscos geopolíticos, à redução do investimento estrangeiro e ao aumento do prémio de risco.

A Teoria da Sinalização (Spence, 1973, 2002) destaca, neste ponto, a importância da comunicação empresarial para mitigar a assimetria de informação. Em períodos de elevada incerteza e instabilidade, a comunicação transparente pode ajudar a reduzir a opacidade e os riscos externos (Kim *et al.*, 2024). Neste contexto, o conflito obrigou as multinacionais a comunicarem publicamente as suas decisões estratégicas (Kovalenko, 2025), muitas vezes através de declarações de CEO (*Chief Executive Officer*) ou de outros executivos (D'Arco *et al.*, 2024).

As plataformas digitais emergiram como ferramentas essenciais para estas comunicações, permitindo que as marcas globais se envolvessem em ativismo pela paz (Tsoungkou *et al.*, 2025), manifestando apoio à Ucrânia e promovendo boicotes às empresas na Rússia (Asemah-Ibrahim *et al.*, 2022). Segundo Hamelberg *et al.* (2025), as comunicações dos CEO promoveram maior envolvimento e ativismo digital do que as mensagens da marca, fazendo emergir os CEO como líderes de pensamento global, moldando narrativas e influenciando as ações públicas.

Tendo em conta o impacto negativo generalizado do conflito nos mercados, o potencial explicativo da Teoria da Sinalização e as dinâmicas de comunicação corporativa, formulamos

a primeira hipótese de investigação, com o foco na primeira comunicação das multinacionais sobre o seu posicionamento em relação ao mercado russo (“Sair” ou “Permanecer”).

As multinacionais que optaram por permanecer na Rússia, embora tenham beneficiado da saída de concorrentes – com ganhos potenciais ao nível das quotas de mercado e menor risco de imparidades imediatas – tiveram que suportar os custos reputacionais. Estas empresas tornaram-se alvo de boicotes e críticas por parte de ativistas e consumidores socialmente conscientes, o que se traduziu em perdas significativas (e.g., Ayoub & Qadan, 2023; Basnet *et al.*, 2022; French *et al.*, 2024; Sonnenfeld *et al.*, 2022; Tosun & Eshraghi, 2022; Yan, 2023).

Por outro lado, as multinacionais que decidiram abandonar o mercado russo, apesar dos ganhos reputacionais obtidos junto da comunidade internacional e dos seus *stakeholders*, enfrentaram custos económicos expressivos associados à decisão. Estas perdas decorreram, essencialmente, das barreiras à saída do mercado russo impostas pelo Estado daquele país, da perda de receitas e da necessidade de alienar ativos de forma acelerada e com grandes descontos, o que levou à contabilização de imparidades substanciais (e.g., Balyuk & Fedyk, 2023; French *et al.*, 2023; Glambosky & Peterburgsky, 2022; Onopriienko *et al.*, 2023; Singh *et al.*, 2022).

De acordo com uma análise da Reuters, baseada em documentos e comunicações corporativas, o êxodo empresarial da Rússia desde o início da invasão da Ucrânia, em 2022, representou para as multinacionais perdas superiores a 107 mil milhões de dólares (USD), resultantes da desvalorização de ativos e da quebra de receitas (Parodi *et al.*, 2024).

Face ao exposto, considerando a possibilidade de existir dualidade de efeitos com sinais contrários em simultâneo (custos económicos *versus* ganhos reputacionais) aquando da comunicação da decisão de “Permanecer” ou “Sair” do mercado russo, cuja soma poderá resultar num efeito neutro, formulamos a primeira hipótese:

Hipótese 1: EMN (CAARs) comunicação decisão = 0

A comunicação da decisão pelas empresas multinacionais está associada a CAARs nulos.

Ainda assim, importa sublinhar que a esperada neutralidade média dos CAARs não implica a existência de diferenças relevantes entre as duas estratégias adotadas pelas multinacionais. Perante esta dualidade de efeitos – ganhos e perdas reputacionais *versus* económicas – importa avançar na investigação, analisando o valor das decisões corporativas, isto é, se em média, a opção de “Sair” do mercado russo foi menos penalizada do que a de “Permanecer”.

2.2.2. O valor das decisões corporativas

A disposição de uma empresa para se posicionar sobre as questões sociais, políticas, económicas e ambientais é conhecida como ativismo corporativo (Eilert & Nappier Cherup, 2020), sendo um fenómeno polarizador num mundo cada vez mais bipartido (Bhagwat *et al.*, 2020). Optar por permanecer neutro pode, inclusivamente, gerar desacordo e críticas por parte da opinião pública (Hoppner & Vadakkepatt, 2019). Naturalmente, a decisão das multinacionais quanto ao seu posicionamento no mercado russo não é fácil (Tosun *et al.*, 2024). Segundo a *Yale School of Management*, mais de mil multinacionais decidiram boicotar a Rússia (Yale, 2024).

A Teoria Institucional constitui o enquadramento teórico para compreender o comportamento das organizações face as pressões externas em contextos de elevada instabilidade e escrutínio público (DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977). De acordo com esta teoria, para além dos objetivos de eficiência económica, as organizações procuram também legitimidade social, ajustando-se às normas, expectativas e pressões do ambiente institucional em que estão inseridas.

No âmbito do conflito militar Rússia-Ucrânia, vários estudos indicam que preocupações éticas e morais, questões de agência e o ativismo corporativo motivaram a saída do mercado russo, de várias multinacionais expostas a campanhas de boicote nas redes sociais, em particular as de maior dimensão (e.g., Sonnenfeld *et al.*, 2022; Yan, 2023). Adicionalmente, as ações concertadas dos acionistas para pressionar os gestores a ajustar as operações e decisões empresariais – ativismo *shareholders* – constituem uma força institucional relevante (Denes *et al.*, 2017; Goranova & Ryan, 2014), visando alinhar as práticas empresariais com preocupações éticas e morais (Artiga González & Calluzzo, 2019; Zhao, 2024).

Neste contexto, as multinacionais enfrentaram um novo enquadramento institucional caracterizado por pressões normativas, coercivas e miméticas. Segundo DiMaggio e Powell (1983), estas pressões resultam num processo de isomorfismo institucional, que leva as organizações a adotar comportamentos semelhantes em resposta a desafios comuns. Esta conduta imitativa (isomorfismo mimético) foi fortemente incentivada por ações de concorrentes de referência, campanhas de pressão social e cobertura mediática negativa.

Simultaneamente, as pressões normativas – provenientes de *stakeholders*, consumidores e entidades reguladoras – exigiram das multinacionais uma conduta ética alinhada com os valores democráticos e os direitos humanos. As pressões coercivas, decorrentes das sanções impostas por governos e organizações internacionais, criaram barreiras legais e financeiras diretas à continuação das atividades empresariais na Rússia.

Campanhas públicas e trabalhos académicos, como a plataforma digital da Universidade de Yale, desempenharam um papel relevante ao expor as atividades das multinacionais na Rússia e ao reforçar a pressão social para a sua saída (Pajuste & Toniolo, 2022).

Considerando que as decisões corporativas não se baseiam apenas na lógica económica, mas também nas necessidades simbólicas e institucionais de manter a legitimidade num ecossistema organizacional, a crescente rejeição pública global tornou a permanência no mercado russo uma ameaça à reputação e à legitimidade organizacional. Segundo Ayoub e Qadan (2023), a interrupção das operações na Rússia ajuda a construir uma imagem positiva, mitigando parcialmente o efeito negativo dos custos diretos da saída.

Embora a literatura financeira já tenha abordado as decisões das empresas face ao conflito militar Rússia-Ucrânia, continua a faltar consenso. Nas Tabelas 2.3 e 2.4 apresentamos alguns dos estudos de evento que analisam a reação do mercado às decisões corporativas.

Tabela 2.4 - Estudos de evento sobre as decisões corporativas no conflito Rússia-Ucrânia

Estudos	Autores	Resultados/Impacto
Devo permanecer ou devo ir? Reações do mercado de ações às decisões das empresas após o conflito Rússia-Ucrânia	Kiesel e Kolaric (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • As decisões de saída do mercado russo, com retornos anormais positivos (+0,67% durante os três dias em torno do anúncio); • As decisões de permanência sem impacto significativo nos retornos anormais; • As empresas que registam maiores retornos negativos no início do conflito obtêm maiores retornos positivos após o anúncio da sua decisão; • As empresas que alteram a decisão inicial, apresentam maior propensão para abandonar o mercado russo.
Empresas envolvidas em conflitos geopolíticos: evidências da guerra entre a Rússia e a Ucrânia	Tosun et al. (2024)	<ul style="list-style-type: none"> • No curto prazo, os mercados favorecem as decisões de "meio-termo" que equilibram os interesses dos acionistas com as preocupações regulatórias e éticas; • No longo prazo, as ruturas drásticas com a Rússia compensam comparativamente aos concorrentes; • Permanecer em cima do "muro" e jogar dos dois lados não compensa por muito tempo; • Os investidores chineses não punem significativamente as empresas que permanecem na Rússia.
Desinvestimento sob pressão: saída de empresas dos EUA em resposta à guerra da Rússia contra a Ucrânia	Balyuk e Fedyk (2023)	<ul style="list-style-type: none"> • Os anúncios de saída de empresas dos EUA do mercado russo são precedidos por retornos anormais negativos que cessam no dia do anúncio; • As empresas limitam a suas operações no mercado russo após o início do conflito militar.

Tabela 2.5 - Estudos de evento sobre as decisões corporativas no conflito Rússia-Ucrânia (Cont.)

Estudos	Autores	Resultados/Impacto
Vale a pena para as empresas abandonarem a Rússia	Sonnenfeld et al. (2022)	<ul style="list-style-type: none"> As empresas que saem da Rússia são compensadas pelo mercado financeiro com CARs positivos, enquanto aquelas que ficam são penalizadas, independentemente da região, setor ou dimensão das empresas; Análise abrangente dos fluxos de capital globais demonstra que os investidores acreditam que o risco de reputação global supera os custos de sair.
Reação firme às crises geopolíticas: evidências do conflito Rússia-Ucrânia	Alam et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> Suspender ou retirar está positivamente associado à exposição empresarial com a Rússia e/ou Ucrânia bem como à presença nas plataformas de comunicação social; As empresas com maior liquidez, anunciam rapidamente a intenção de efetuar doações à Ucrânia; Os investidores reagem negativamente à suspensão e retirada da Rússia, bem como a manifestações de apoio e doação.
Decisões corporativas em tempos de guerra: evidências do conflito Rússia-Ucrânia	Tosun e Eshraghi (2022)	<ul style="list-style-type: none"> Os investidores impõem uma penalidade de mercado significativa às empresas que permanecem no mercado russo; Os mercados de ações são extremamente sensíveis às decisões corporativas em tempos de conflito geopolítico; As empresas que permanecem na Rússia têm um desempenho de mercado inferior às empresas que saem.
Ativismo corporativo durante a invasão russa da Ucrânia em 2022	Glambosky e Peterburgsky (2022)	<ul style="list-style-type: none"> Os mercados reagiram negativamente aos anúncios de desinvestimento da Rússia, com impactos mais pronunciados para empresas que se retiram totalmente do país; As empresas recuperam as suas perdas iniciais nas duas semanas seguintes; Os ativistas corporativos que agem cedo (líderes) apresentam uma maior penalização no preço das ações do que os ativistas posteriores (seguidores).
Quando fazer a coisa certa não compensa: Impacto das decisões corporativas na participação do mercado russo após a guerra Ucrânia-Rússia	French et al. (2023)	<ul style="list-style-type: none"> Tendência de queda nos CARs, para as empresas ocidentais que decidiram sair do mercado russo após o início da guerra; As empresas ocidentais que tomaram as ações mais fortes contra a Rússia foram penalizadas pelos mercados por "fazerem a coisa certa"; As ações mais éticas contra a Rússia apresentam maior tendências de queda dos CARs médios; Embora os investidores afirmem valorizar os compromissos de ESG das empresas, nem sempre o seu dinheiro acompanha.

Como podemos observar, as evidências empíricas revelam efeitos heterogêneos, apesar da tendência que aponta para os benefícios da decisão de sair do mercado russo (Tsoungkou *et al.*, 2025).

A conjugação da Teoria da Sinalização com a Teoria Institucional sugere que investidores sensíveis aos direitos humanos e à democracia respondem positivamente aos sinais das multinacionais que anunciam a sua saída, mitigando os custos económicos diretos (e.g., redução de vendas, imparidades). Tosun e Eshraghi (2022), demonstram que as empresas que permaneceram foram penalizadas significativamente. Para Sonnenfeld *et al.* (2022), os ganhos reputacionais superam os custos de saída, resultando em CARs positivos para as multinacionais que saem e penalizações para as que permanecem.

As empresas que anunciaram a decisão de “Permanecer” foram alvo de desinvestimento por parte de investidores preocupados com a ética, além dos boicotes dos consumidores socialmente responsáveis (Ayoub & Qadan, 2023; Basnet *et al.*, 2022). Tosun *et al.* (2024) mostram que as empresas que comunicaram a sua saída da Rússia incorreram em perdas menores do que as suas concorrentes. Segundo os autores é inevitável tomar uma decisão, pois manter uma posição neutra e tentar “jogar” nos dois lados, não compensa por muito tempo. Para Balyuk e Fedyk (2023), o efeito negativo nos ARs, nas multinacionais dos EUA, face o impacto operacional da saída, tende a cessar logo após o anúncio da respetiva decisão.

Em sentido oposto à luz da Teoria da Sinalização e da Teoria Institucional, o anúncio de permanência das multinacionais na Rússia, mesmo após o início do conflito com a Ucrânia, pode ser compreendido como uma estratégia complexa de equilíbrio entre interesses económicos, sinalização estratégica e pressões institucionais divergentes.

Os estudos de Glamboosky e Peterburgsky (2022) e de French *et al.* (2023), referem a existência de uma reação negativa do mercado ao anúncio de operações de desinvestimento na Rússia, com impactos mais pronunciados para as multinacionais que se retiraram totalmente do país, devido às perdas operacionais e económicas relevantes. Alam *et al.* (2023) destacam que a decisão de saída está associada a características como liquidez prévia, exposição à Rússia e presença nas plataformas de comunicação social, o que pode significar que, em certos setores, o custo de saída supera o custo reputacional de permanecer.

Kovalenko (2025) demonstra que as empresas que anunciaram a sua saída utilizaram comunicações bidirecionais e proativas, enquanto as que ficaram preferiram mensagens neutras ou relatórios de risco. Esta dualidade comunicacional reflete os conflitos entre diferentes campos institucionais e a complexidade das decisões empresariais, que não são apenas técnicas, mas também simbólicas e estratégicas. Segundo o autor, as comunicações passivas podem

ajudar a ganhar legitimidade pragmática entre *stakeholders*, mas ao desconsiderarem preocupações públicas, podem perder rapidamente legitimidade sempre que as suas operações questionáveis são expostas.

A avaliação do processo de tomada de decisão das multinacionais é complexo e deverá ser ponderada com equilíbrio entre a opinião pública e a perda de negócios, e entre as obrigações legais e as morais. Independentemente da decisão adotada, a ação irá naturalmente ter impacto na reputação da empresa e, conseqüentemente, no seu valor aos olhos do mercado e dos respetivos *stakeholders* (Meyer & Estrin, 2023).

Perante este enquadramento, formulamos a segunda hipótese de investigação, que avalia especificamente a diferença média nos CAARs entre as duas decisões:

Hipótese 2: EMN(CAARs) “Sair” < EMN(CAARs) “Permanecer”

Pelo exposto, se os custos de saída são mitigados pelos ganhos reputacionais, em média e no curto prazo, a decisão de “Sair” do mercado russo está associada a uma menor penalização do mercado bolsista do que a decisão de “Permanecer”.

Reconhecendo ainda o papel dos contextos institucionais dos países de origem, julgamos que não tem sido dada a atenção necessária ao papel que a envolvente institucional pode ter nas decisões empresariais e, conseqüentemente, nos mercados financeiros, durante períodos de guerra. Desta forma, através de uma análise comparativa, pretende-se investigar a influência dos diferentes ambientes institucionais sobre o posicionamento adotado pelas multinacionais AS e da CC, perante o conflito militar Rússia-Ucrânia e o impacto que daí adveio para os ARs dessas multinacionais.

Para tal, classificamos as multinacionais de acordo com o respetivo ambiente e contexto institucional do seu país de origem, dividindo a amostra entre multinacionais de países AS, com sistema de *Common Law*, e as da CC, com sistema de *Civil Law*.

A revisão de literatura sobre as economias de mercado do país de origem das empresas identifica dois possíveis efeitos: “Espelho” ou “Substituto” (Walker *et al.*, 2019).

O efeito “Substituto” é mais típico das empresas AS, em que estas, através das suas próprias ações, procuram compensar as limitações das ações governamentais e de fatores institucionais, bem como do próprio mercado e da sociedade civil, reduzindo a incerteza (Ghoul *et al.*, 2017; Jackson & Apostolakou, 2010). Num mercado pautado pela transparência, *accountability* e resposta rápida às pressões reputacionais, os investidores canalizam os seus investimentos para empresas que substituem instituições frágeis ou inexistentes no país de origem, reduzindo a assimetria de informação (Walker *et al.*, 2019).

Assim, se as multinacionais AS assumem o papel das instituições do país de origem, a decisão de saída sinaliza alinhamento com valores democráticos e responsabilidade ética, devendo resultar numa menor penalização para as multinacionais AS, que compensam as perdas operacionais com ganhos reputacionais.

Para a decisão de “Sair”, *Hipótese 3*: $EMN(CAARs) AS < EMN(CAARs) CC$

Em média, no curto prazo, as multinacionais AS são menos penalizadas pela decisão de “Sair” do que as da CC.

Relativamente ao efeito “Espelho”, típico da corrente continental em que as organizações espelham o contexto institucional do país de origem, as multinacionais tenderão a refletir as ações ou prescrições do governo, do mercado e da sociedade civil (Campbell, 2007; Gjølborg, 2009; Ioannou & Serafeim, 2012; Walker *et al.*, 2019) alinhando as suas práticas com essas ações ou prescrições. Neste caso, a permanência em contracorrente ao isomorfismo institucional (isto é, a saída generalizada) deverá resultar numa penalização superior para as multinacionais da CC que, ao não se alinharem com as práticas isomórficas, enfrentam maior pressão coerciva (sanções e críticas políticas) e normativa (expectativas da sociedade civil e dos investidores).

Para a decisão de “Permanecer”, *Hipótese 4*: $EMN(CAARs) CC > EMN(CAARs) AS$

Em média, no curto prazo, as multinacionais da CC são mais penalizadas pela decisão de “Permanecer” do que as AS.

2.2.3. Sanções económicas

As sanções constituem um instrumento de política externa e de pressão económica para forçar o país-alvo a alterar o comportamento (Roudari *et al.*, 2023; Seyfi & Hall, 2020), visando a defesa dos princípios da ordem internacional e como resposta proporcional às agressões que violem as normas internacionais.

A invasão da Ucrânia por parte da Rússia desencadeou uma resposta sem precedentes da comunidade internacional, com sanções económicas, financeiras e diplomáticas direcionadas a setores-chave da economia russa. Estas medidas incluíram desde o embargo a determinadas exportações, ao bloqueio de importações de produtos estratégicos, à exclusão dos bancos russos do sistema SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), até ao congelamento de ativos de propriedade do Estado russo e de indivíduos afiliados (Balyuk & Fedyk, 2023; French *et al.*, 2023).

Os EUA e os seus aliados mobilizaram as instituições internacionais para sancionar a Rússia, influenciando decisivamente a ordem mundial e produzindo consequências significativas para o país sancionado (Klose, 2024).

A literatura mostra que estas medidas restritivas interrompem os negócios internacionais, criam incerteza e obrigam as multinacionais a reavaliar as suas operações no mercado alvo. A publicação de notícias relacionadas com as sanções resulta numa queda significativa nos preços das ações das empresas com interesses comerciais no país sancionado, devido ao aumento do risco e da incerteza (Caldara & Iacoviello, 2022; Grebe *et al.*, 2024; Klomp, 2020; Uddin *et al.*, 2021; Wadhwa & Goodell, 2024; Zheng & Deng, 2024). De acordo com Huynh *et al.* (2024), as sanções na Rússia tiveram efeitos negativos em empresas de todos os setores, excetuando o setor da energia.

A ameaça de expropriação é um dos principais fatores de risco para as multinacionais (Li *et al.*, 2020). Este risco tende a aumentar significativamente nos países alvo de sanções económicas que, em retaliação, costumam adotar medidas semelhantes aos países signatários das sanções, como a apropriação, por parte do Estado, de ativos de empresas estrangeiras com sede ou interesses nesses mercados (Lee *et al.*, 2023).

Como resposta às sanções económicas ocidentais, a Rússia aprovou medidas de retaliação contra as multinacionais desses países, criando um ambiente de hostilidade jurídica e financeira para as multinacionais a operar na Rússia, ao impor o congelamento e a apreensão dos seus ativos, bem como a aplicação de multas a subsidiárias locais (French *et al.*, 2023). Além disso, a nacionalização de patentes e propriedade intelectual provocou perdas substanciais para as multinacionais, sobretudo no setor automóvel, onde os investimentos ocidentais na Rússia eram significativos (Gershkovich *et al.*, 2022; Knowles, 2022; Love, 2022). Segundo Onoprienko *et al.* (2023), com a saída das multinacionais ocidentais e as medidas de retaliação, começou a surgir uma nova elite empresarial russa.

A literatura sobre sanções é extensa, abordando a sua eficácia, aplicação e custos associados, não só para o país alvo, mas também para os países sancionadores (Girardone, 2022). Contudo, nota-se uma lacuna na literatura financeira no que respeita aos efeitos da retaliação russa no valor de mercado e nos CAARs das multinacionais cotadas a operar na Rússia – lacuna que esta dissertação procura preencher.

Vários autores indicam que as sanções criam incerteza nos mercados, provocando reações adversas nos investidores e penalizando o preço das ações das multinacionais com interesses na Rússia (Abakah *et al.*, 2024; Webb, 2020). A decisão do governo russo de confiscar ou nacionalizar ativos de empresas ocidentais – como ocorreu com a Danone e a Carlsberg em

2023 – enviou um sinal claro de instabilidade institucional e de ausência de garantias legais. Este cenário alimenta a imprevisibilidade e o aumento da incerteza, comprometendo a avaliação racional do risco e provocando uma deterioração da confiança dos investidores. Como resultado, espera-se uma penalização adicional no valor de mercado para as multinacionais que continuam a operar na Rússia.

Partindo deste pressuposto e considerando a notícia sobre a apreensão de ativos ocidentais, analisamos o efeito deste evento nas multinacionais que permaneceram no mercado russo. Estes fatores, aliados ao dano reputacional e à quebra de legitimidade institucional, contribuem para uma maior desvalorização das ações, agravando a perda de confiança dos investidores. Neste contexto, a nossa expectativa é a de que a RER tenha um efeito negativo nos CAARs das empresas multinacionais que continuam a operar na Rússia:

Hipótese 5: $EMN(CAARs) RER < 0$

Pelo exposto, espera-se que as multinacionais que permaneceram no mercado russo apresentem CAARs negativos em torno da data da RER.

Neste contexto e ampliando a análise do impacto da RER para os diferentes ambientes legais e institucionais, considerando a Teoria Institucional e o sinal negativo para os mercados da RER, pretendemos verificar se existem diferenças entre as economias de mercado (AS e da CC), com efeito nos CAARs das multinacionais que permaneceram na Rússia, aquando da RER:

Hipótese 6: $EMN(CAARs) RER_{CC} \neq EMN(CAARs) RER_{AS}$

Em média, espera-se que as multinacionais da CC e AS que permaneceram na Rússia apresentem CAARs diferenciados, em resultado da RER.

2.4. Modelo Conceptual

Na Figura 2.3, apresentamos o modelo conceptual de estudo, que ilustra as hipóteses de investigação relativas às multinacionais incluídas nas listas do Top100¹ e Global500² da base de dados KSE³ e que têm operações na Rússia, cruzadas com os registos da base de dados YALE⁴. O objetivo é analisar: (i) o impacto, em termos de valor de mercado, das decisões de permanência ou saída do mercado russo por parte das multinacionais (H1 e H2); e (ii) o efeito das medidas retaliatórias do governo russo nas multinacionais que permaneceram naquele país (H5).

Para ambos os eventos, exploramos ainda a influência do tipo de economia de mercado sobre o valor de mercado das multinacionais, quer no momento da decisão de “Permanecer” ou

“Sair” do mercado russo, quer aquando das medidas retaliatórias impostas contra as multinacionais ocidentais (H3, H4 e H6).

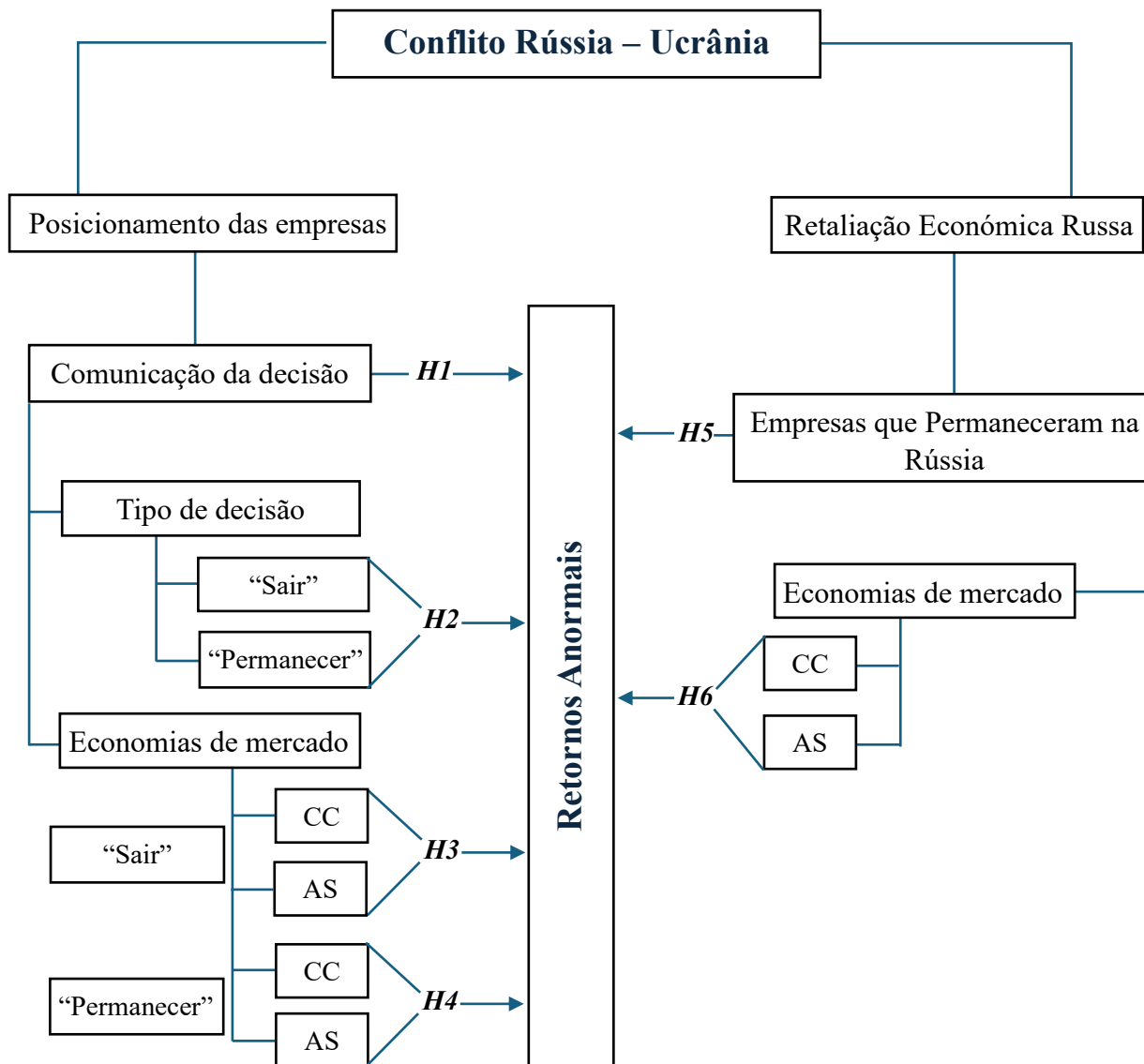


Figura 2.3 - Modelo conceptual

Fonte: Elaboração própria

3. Metodologia de Investigação

3.1. Declaração Ética

A aprovação ética não foi necessária para este estudo, pois recorreu exclusivamente à análise de dados secundários, provenientes da base de dados *Leave Russia*³ de *Kyiv School of Economics* (KSE) e da *Yale CELI List of Companies Leaving and Staying in Russia*⁴, bem como às cotações das empresas e respetivos índices de mercado disponíveis na plataforma *Yahoo Finance* (<https://finance.yahoo.com/>). Não houve qualquer interação direta com participantes humanos. A recolha de dados foi realizada por meio de códigos de programação em *Python*, enquanto o cálculo dos retornos anormais e os testes de significância foram efetuados com recurso a folhas de Excel, com base na informação recolhida em Serra (2004).

3.2. Dados

A realização dos estudos de evento exige a definição precisa da data do evento e das empresas que integram a amostra. Para tal, recorreremos às bases de dados do KSE³ e da YALE⁴, que listam mais de 4.000 multinacionais, com as suas decisões estratégicas em relação à continuidade das operações no mercado russo.

A amostra final foi definida com base nos filtros disponibilizados pela base de dados KSE³, e posteriormente cruzada com a informação da YALE⁴, para assegurar a precisão das datas dos eventos. A versão consultada de ambas as bases de dados data de 3 de novembro de 2024.

A partir da base KSE³, seleccionámos as multinacionais incluídas no Top100¹ e Global500², num total de 160 multinacionais, das quais foram excluídas 43 multinacionais: 39 multinacionais por não estarem cotadas em bolsa e 4 multinacionais por falta de cotações nas datas dos eventos em análise. Assim, a amostra final inclui 117 multinacionais cotadas. O [Apêndice A](#) apresenta a lista destas multinacionais, das quais 41 (35%) das multinacionais pertencem ao Top100, 49 (41%) das multinacionais ao Global500 e 27 (22%) das multinacionais integram ambas as listas (ver Figura 3.1).

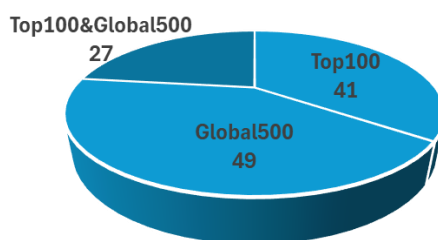


Figura 3.1 - Distribuição da amostra pelo Top100 e Global500

Fonte: Elaboração própria



A classificação das decisões empresariais foi realizada em dois grupos: “Permanecer”, para as multinacionais que mantêm operações na Rússia; e “Sair”, para aquelas que anunciaram o encerramento das operações, incluindo produção, logística e vendas, ou o desinvestimento total das subsidiárias e ativos. Esta classificação teve como base informações obtidas pelo cruzamento das bases de dados KSE³ e YALE⁴.

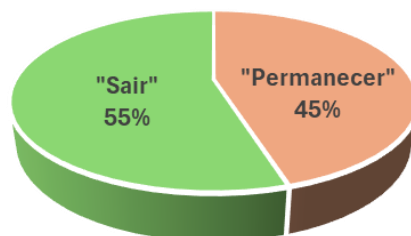


Figura 3.2 - Distribuição da amostra pelo tipo de decisão

Fonte: Elaboração própria

A Figura 3.2 mostra que 55% (64) das multinacionais optaram por “Sair” do mercado russo, enquanto 45% (53) das multinacionais decidiram “Permanecer”.

Para avaliar a influência dos diferentes ambientes institucionais (La Porta *et al.*, 1997, 1998), dividimos a amostra principal em duas subamostras: multinacionais de economias de mercado AS e da CC (ver [Apêndice B](#) e Figura 3.3).

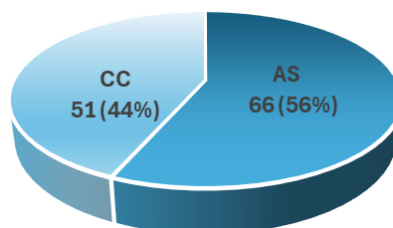


Figura 3.3 - Distribuição pelo tipo de economia de mercado do país de origem

Fonte: Elaboração própria

A Figura 3.4 revela que a maioria das multinacionais AS e da CC optou por “Sair” do mercado russo.

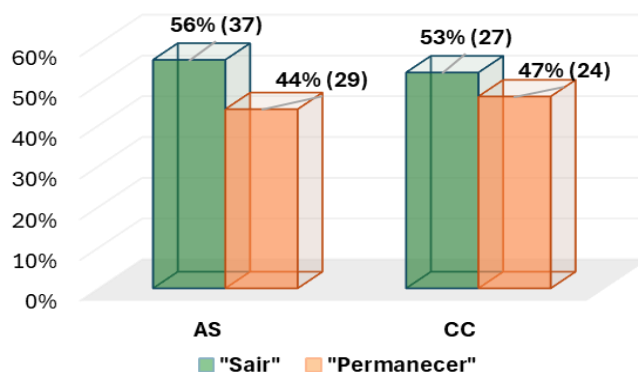


Figura 3.4 - Distribuição da decisão pelo tipo de economia de mercado do país de origem

Fonte: Elaboração própria

Do ponto de vista financeiro, Glamboosky e Peterburgsky (2022) distinguiram entre as empresas “líderes” – que anunciaram planos de desinvestimento nos primeiros 10 dias – e as “seguidoras”, que o fizeram depois.

Como podemos constatar no [Apêndice C](#), 92% (108) das multinacionais da nossa amostra comunicaram o seu posicionamento no primeiro mês após o início do conflito militar Rússia-Ucrânia, enquanto apenas 8% (9) das multinacionais o fizeram posteriormente. A mediana global das comunicações foi de 11 dias. Destaca-se ainda que, a mediana das comunicações das multinacionais da CC (9 dias) é inferior à das multinacionais AS (12 dias).

Por fim, para estudar o efeito retaliativo do governo russo, considerámos apenas as multinacionais que, à data da RER (17.07.2023), mantinham operações na Rússia. Esta subamostra inclui 35 empresas⁵ (ver [Apêndice D](#)), das quais 20 são AS e 15 da CC.

3.3. Metodologia

A metodologia de estudo de eventos, introduzida por Fama *et al.* (1969), tem sido amplamente utilizada para medir a reação dos preços das ações a eventos, como ataques cibernéticos (Martins & Moutinho, 2025), condutas empresariais indevidas (Albuquerque *et al.*, 2024) ou conflitos armados (Hudson & Urquhart, 2015).

Destaca-se, em particular, a utilização desta metodologia na investigação recente sobre o conflito militar em curso, à data deste trabalho, entre a Rússia e a Ucrânia (e.g., Assaf *et al.*, 2023; Balyuk & Fedyk, 2023; Boubaker *et al.*, 2022; Federle *et al.*, 2022; French *et al.*, 2023; Glamboosky & Peterburgsky, 2022; Kiesel & Kolaric, 2023; Kumari *et al.*, 2024).

Na nossa investigação, analisamos as reações do preço das ações em torno das datas de comunicação das decisões empresariais e do anúncio da retaliação russa, avaliando também o papel do tipo de economia de mercado do país de origem.

Para as datas dos eventos, utilizámos a primeira data registada pelo KSE³, validada com a YALE⁴ ($t_D = 0$), tal como Kiesel e Kolaric (2023) e Glamboosky e Peterburgsky (2022). Nos casos em que a data coincide com um dia sem negociação, considerámos o primeiro dia útil seguinte (Martinez-Blasco *et al.*, 2023). No caso da RER, recorreremos à notícia publicada no *The Wall Street Journal*⁶ (Kantchev & Chaudhuri, 2023) para definir a data de evento – 17.07.2023 ($t_{RER} = 0$).

A análise ao impacto dos eventos pressupõe o cálculo da rendibilidade normal e anormal tendo por base o Modelo de Mercado (MM) e utilizando para o efeito o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)⁷ e respetiva comparação entre os retornos reais e “normais”.

⁵ Número de empresas do Top100 e Global500 cotadas, com a comunicação “Permanecer” à data da notícia (17.07.2023) referente ao confisco inesperado dos ativos ocidentais na Rússia - *The Wall Street Journal*.

⁶ <https://www.wsj.com/world/russia-steps-up-economic-war-with-west-seizing-assets-of-big-conglomerates-e592f137>

⁷ Modelo de Precificação de Ativos Financeiros que ajuda a calcular o risco, retorno e expectativas sobre um determinado investimento.

Aplicou-se a técnica de ARs baseada no MM (Dyckman *et al.*, 1984), para calcular o impacto das datas de evento, no valor de mercado das multinacionais a operar no mercado russo:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (1)$$

onde, $E(R_{it})$ representa a taxa de retorno esperada de cada empresa da amostra (i) no dia de negociação (t); R_{mt} é o índice de retorno do mercado do país de origem da empresa no dia t ; α_i e β_i são os coeficientes de regressão de retorno diário de cada empresa da amostra (i) e da taxa de retorno do mercado.

De acordo com Serra (2004), os ARs esperados são calculados através da diferença entre os retornos observados (R_{it}) das ações da empresa (i) no período de análise (t), e o retorno esperado pelo MM ($E(R_{it})$):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

Os retornos diários são recolhidos para o período $t = -140$ a 10 . Os períodos de estimativa e evento foram definidos respetivamente como $[-140, -21]$ e $[-10, 10]$.

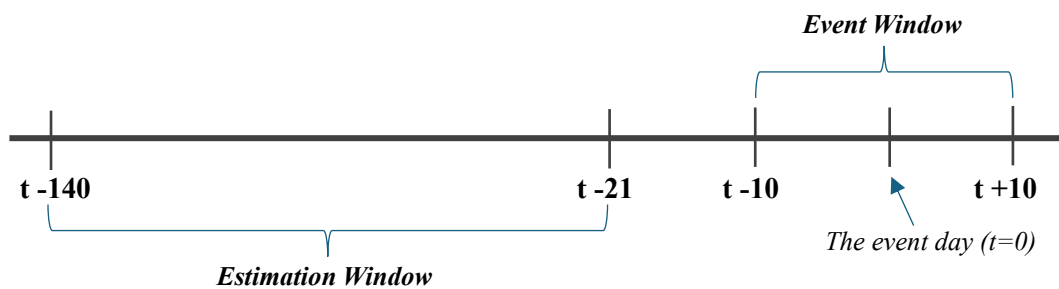


Figura 3.5 - Linha do tempo do estudo de evento

Fonte: Ilustração adaptada de Martins e Moutinho (2025)

A Figura 3.7 apresenta a linha temporal do estudo de evento, com o período de estimativa e a janela do evento semelhantes aos definidos por Martins e Moutinho (2025). O dia de evento para o posicionamento das multinacionais ($t_D=0$) corresponde à primeira comunicação sobre a decisão de “Permanecer” ou “Sair” da Rússia, sendo específico para cada multinacional (ver [Apêndice A](#)).

No caso da RER, o dia do evento ($t_{RER}=0$) refere-se à data da publicação da notícia do confisco dos ativos ocidentais na Rússia – 17.07.2023.

Ao acumular os ARs num determinado intervalo de tempo, tal como Martins e Moutinho (2025), calculamos os CARs de acordo com a seguinte fórmula:

$$CAR [t_1, t_2] = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t \quad (3)$$

Para assegurar uma análise abrangente, utilizámos treze intervalos de tempo diferentes (janelas de eventos) para calcular os CARs: $[-1, +1]$; $[-1, +5]$; $[-1, +10]$; $[-2, +2]$, $[-5, +5]$, $[-10, +10]$, $[-10, +1]$, $[-10, +5]$, $[-5, +1]$, $[0, +2]$, $[0, +3]$, $[0, +5]$, $[0, +10]$.

Como Martins e Moutinho (2025), calculamos os Retornos Anormais Médios Acumulados (CAARs) para cada intervalo de tempo da seguinte forma:

$$CAAR [t_1, t_2] = 1/N \sum_{t_1}^{t_2} AR_t \quad (4)$$

onde, N é o tamanho da amostra (N= 117 empresas multinacionais).

Como Martins *et al.* (2023), utilizamos testes paramétricos (teste t de *Patell*) e não paramétricos (teste de *Corrado*) para avaliar o nível de significância estatística dos CAARs. A estatística de teste paramétrico utilizada é sem ajuste de dependência bruto (Brown & Warner, 1980, 1985). A estatística de teste não paramétrico é o teste de sinal de Corrado (1989). Para uma descrição detalhada dos procedimentos adotados, recomenda-se a leitura do estudo elaborado por Serra (2004).

Também testámos se a tipologia de economia de mercado do país de origem da multinacional influencia os CAARs registados aquando da decisão de “Permanecer” ou “Sair” do mercado russo, assim como durante a retaliação económica imposta pela Rússia. Para esse efeito, procedemos a um teste de diferenças dos CAARs entre duas subamostras, analisando a significância estatística das diferenças com base no teste t para duas amostras independentes.

Por fim, importa referenciar que se adotou uma abordagem ontológica objetivista e uma perspectiva epistemológica positivista, procurando analisar o conflito militar Rússia-Ucrânia e respetivos impactos no valor do mercado bolsista, para produzir conhecimento através da análise quantitativa, identificando possíveis relações causais e padrões generalizáveis relacionados com as questões de investigação. Ontologicamente, assume-se que realidades sociais, como o conflito militar Rússia-Ucrânia e as suas implicações no mercado financeiro, existem de forma independente dos atores sociais, sendo consideradas entidades objetivas e externas (Bryman, 2016; Saunders *et al.*, 2023). Epistemologicamente, a investigação adota uma postura positivista, utilizando métodos e técnicas das ciências naturais para explorar e compreender o impacto das decisões corporativas, os efeitos retaliativos da Rússia e a influência da tipologia de economia de mercado no valor das multinacionais expostas ao mercado russo (Bryman, 2016).

4. Resultados

Neste estudo, estamos particularmente interessados em analisar o impacto das decisões de permanência ou saída do mercado russo e do efeito da RER nas multinacionais que continuavam a operar naquele mercado aquando da retaliação. Teremos, ainda, em consideração o tipo de economia de mercado do país de origem das multinacionais da nossa amostra, tentando compreender se esta variável influencia o valor de mercado dessas empresas.

De acordo com a Teoria da Eficiência dos Mercados (Fama *et al.*, 1969) estes dois eventos tendem a afetar o valor de mercado das empresas numa janela temporal de curto prazo. Informação pública e relevante tende a ser incorporada rapidamente nos preços das ações, podendo as alterações encontradas serem atribuídas a esses eventos que estamos a analisar, se não existir a interferência de ruído ou de outros eventos, na mesma data, que possam afetar os preços das ações. Janelas temporais muito longas tendem a captar o efeito de outros eventos, surgidos em data posterior, com esses fatores a poderem influenciar o valor das empresas e a contribuir para possíveis enviesamentos dos resultados.

4.1. Comunicação da Decisão “Permanecer” ou “Sair” do Mercado Russo

A Figura 4.1 representa os CAARs calculados de acordo com o MM para a primeira comunicação da decisão das multinacionais a operar no mercado russo, após o início do conflito militar Rússia-Ucrânia. Através da figura é possível verificar a reação negativa ao conflito geopolítico e uma estabilização das perdas após o anúncio da decisão por parte das multinacionais (momento 0 no gráfico).

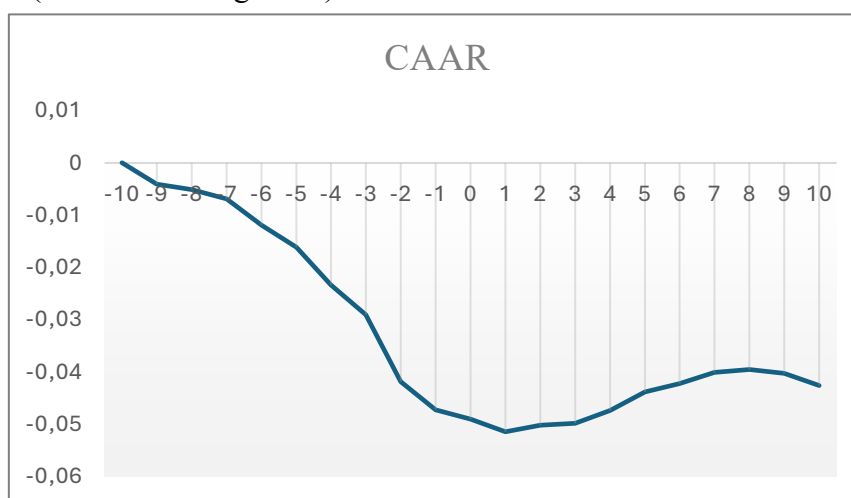


Figura 4.1 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, para a primeira comunicação da decisão das empresas, após o início do conflito militar Rússia-Ucrânia

Considerando o aumento da incerteza nos mercados e o conseqüente agravamento da assimetria de informação, perante um cenário em que, mesmo não sendo totalmente inesperado,

ainda não havia uma prescrição sobre o que fazer quando o conflito surgisse. Perante este cenário, a comunicação das multinacionais constituiu um sinal público, e estrategicamente estruturado, com o intuito de reduzir as incertezas no mercado, enquanto mantinha a confiança dos *stakeholders*.

Antes do evento (à esquerda do 0 no gráfico), os CAARs mostram uma tendência de descida, o que reforça a ideia anterior de existência de ARs negativos no período pré-evento. Nos primeiros dias após a comunicação da decisão (à direita do 0 no gráfico), observa-se um período de estabilização dos CAARs, sugerindo que essa comunicação se mostrou relevante para o andamento dos preços das ações, indo ao encontro das considerações de Balyuk e Fedyk (2023) de que a tendência negativa nos ARs cessa até cinco dias após o anúncio das empresas.

Tais sinais parecem contribuir para a redução da incerteza subjacente ao conflito, corroborando com as considerações oferecidas por Kim *et al.* (2024) de que os riscos externos podem ser mitigados com divulgações oportunas e voluntárias, por parte das empresas, uma vez que reduzem a assimetria de informação entre os *stakeholders*.

Tabela 4.1 – Os CAARs e estatísticas descritivas para a primeira decisão das empresas

Variável	Mean	SD	25th perc.	Median	75th perc.	CAAR	θI <i>t</i> -statistic	τI Corrado
[-1; +1]	-0,960%	5,540%	-2,718%	-0,358%	1,886%	-0,960%	-3,417***	-1,667*
[-2; +2]	-2,111%	6,825%	-4,631%	-1,207%	1,252%	-2,111%	-5,823***	-3,037***
[-5; +5]	-3,192%	8,567%	-6,432%	-2,247%	2,296%	-3,192%	-5,936***	-2,940***
[-10; +10]	-4,258%	10,027%	-9,915%	-3,778%	2,094%	-4,258%	-5,730***	-3,206***
[-10; +1]	-5,143%	11,467%	-9,545%	-3,394%	1,294%	-5,143%	-9,156***	-5,144***
[-10; +5]	-4,380%	10,369%	-8,814%	-3,079%	2,185%	-4,380%	-6,753***	-3,674***
[-5; +1]	-3,955%	9,112%	-7,310%	-2,873%	0,790%	-3,955%	-9,220***	-4,865***
[-1; +5]	-0,196%	5,767%	-2,801%	0,281%	2,769%	-0,196%	-0,458	0,089
[-1; +10]	-0,075%	6,094%	-3,590%	-0,010%	3,374%	-0,075%	-0,133	0,069
[0; +2]	-0,292%	4,891%	-2,624%	-0,095%	1,932%	-0,292%	-1,038	-0,878
[0; +3]	-0,257%	5,370%	-2,395%	-0,104%	1,833%	-0,257%	-0,792	-0,677
[0; +5]	0,344%	5,391%	-2,312%	0,339%	3,077%	0,344%	0,866	0,760
[0; +10]	0,466%	5,940%	-2,990%	-0,491%	3,297%	0,466%	0,867	0,563

N - 117 multinacionais

*** valor $p < 0,01$, ** valor $p < 0,05$, * valor $p < 0,10$

Esta tabela apresenta os CAARs e suas estatísticas descritivas, assim como os resultados dos testes de significância para os retornos anormais. θI e τI são os valores das estatística do teste *t* de Brown e Warner (1980, 1985), e da estatística do teste de sinal do teste Corrado (Corrado, 1989), respetivamente (ver Serra (2004) para mais detalhes). *, ** e *** denota a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1% respetivamente.

A Tabela 4.1 mostra os CAARs de -0,960%, -2,111%, -3,192%, -4,258%, -5,143%, -4,380% e -3,955% para as janelas temporais [-1;1], [-2;2], [-5;5], [-10;10], [-10;1], [-10;5] e [-5;1] respetivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$). Tal como apontado por vários autores (e.g., Ahmed *et al.*, 2023; Assaf *et al.*, 2023; Boubaker *et al.*, 2022; Boungou & Yatié, 2022; Izzeldin *et al.*, 2023; Kamal *et al.*, 2023, 2023; Pandey *et al.*, 2023; Umar *et al.*, 2022; Yousaf *et al.*, 2022), verificamos uma penalização dos mercados.

Para captar efeitos antecipatórios e reações prolongadas do mercado à decisão estratégica das multinacionais, consideramos a janela temporal mais longa [-10;10], que abrange 21 dias úteis em torno do evento, o que permite aferir não apenas os impactos imediatos do anúncio, mas também possíveis ajustamentos de expectativas dos investidores. Os resultados mostram um CAAR de -4,258%, estatisticamente significativo ($p < 0,01$), indicando uma penalização prolongada e estrutural do valor de mercado das multinacionais. O facto de a maior perda ocorrer na janela [-10;1], com CAAR de -5,143%, sugere que o mercado antecipou o impacto negativo do conflito geopolítico, que independentemente do tipo de decisão terá inevitavelmente custos para as multinacionais (e.g., custos de saída ou custos reputacionais de permanência), reforçando a ideia de que as perceções de perdas económicas e expectativas institucionais já influenciavam o comportamento dos investidores antes da comunicação. Estes resultados estão em linha com outros estudos empíricos (e.g., Assaf *et al.*, 2023; Boubaker *et al.*, 2022; Kamal *et al.*, 2023; Kumari *et al.*, 2024; Yousaf *et al.*, 2022).

Não obstante, para as janelas temporais pós-evento (últimas seis linhas da tabela) os CAARs não evidenciam a existência de retornos anormais com significância estatística após a comunicação da decisão. Desta forma não se conclui que as comunicações das multinacionais tenham efeito imediato no valor de mercado das ações, após a data do evento.

Estas evidências permitem aceitar a *Hipótese 1*: EMN (CAARs) comunicação decisão = 0, verificando-se a ausência de impacto imediato da comunicação nos CAARs das multinacionais nas janelas pós-evento, sugerindo a existência de sinais contrários em simultâneo, independentemente do tipo de decisão: por um lado, para as empresas que optaram por “Sair” verificam-se elevados custos de saída do mercado russo (elevadas imparidades e perda económica com a redução das vendas e receita) que tendem a ser compensados por ganhos reputacionais; e, por outro lado, para as empresas que optaram por “Permanecer”, verifica-se uma compensação dos custos reputacionais subjacentes à permanência no mercado russo, pela ausência de imparidades e ganhos económicos associados ao aumento da quota de mercado no mercado russo, pela saída de empresas concorrentes.

4.2. O valor das Decisões Corporativas

A Figura 4.2 representa os CAARs calculados de acordo com o MM para a comunicação da decisão de “Sair” e “Permanecer”, após a eclosão do conflito militar Rússia-Ucrânia, permitindo visualizar, no período do evento, que a reação negativa é mais pronunciada para a decisão de “Permanecer”.

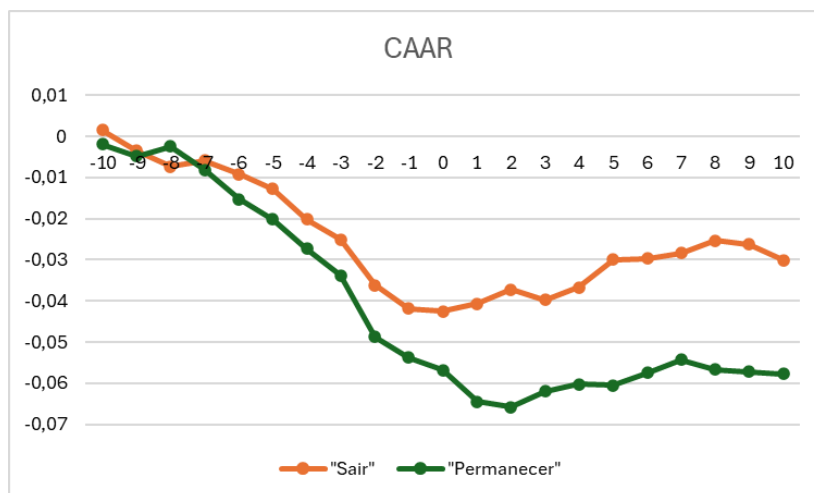


Figura 4.2 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, pelo tipo de decisão das empresas

A Tabela 4.2 mostra os CAARs para o tipo de decisão das empresas após a eclosão do conflito militar Rússia-Ucrânia.

Tabela 4.2 - CAARs para o tipo de decisão e teste de diferença para CAARs

Variável	Subamostra “Sair”			Subamostra “Permanecer”			Diferença	
	N	64		53			CAAR	teste z (valor p)
		MM	$\tau 1$	MM	$\tau 1$			
	CAAR	$\theta 1$	$\tau 1$	CAAR	$\theta 1$	$\tau 1$	CAAR	(valor p)
[-1; +1]	-0,445%	-1,224	-0,474	-1,581%	-3,641***	-1,359	1,136%	0,145
[-2; +2]	-1,216%	-2,590***	-1,084	-3,192%	-5,694***	-2,244**	1,976%	0,064*
[-5; +5]	-2,077%	-2,984***	-1,340	-4,538%	-5,457***	-1,866*	2,461%	0,065*
[-10; +10]	-3,003%	-3,121***	-1,531	-5,773%	-5,025***	-1,962**	2,771%	0,068*
[-10; +1]	-4,061%	-5,584***	-2,933***	-6,449%	-7,426***	-2,647***	2,388%	0,133
[-10; +5]	-2,991%	-3,562***	-1,783*	-6,056%	-6,039***	-2,219**	3,065%	0,058*
[-5; +1]	-3,147%	-5,666***	-2,824***	-4,931%	-7,434***	-2,450**	1,784%	0,150
[-1; +5]	0,625%	1,125	0,835	-1,188%	-1,791*	-0,779	1,813%	0,050*
[-1; +10]	0,613%	0,843	0,670	-0,905%	-1,042	-0,627	1,518%	0,089*
[0; +2]	0,465%	1,280	0,742	-1,206%	-2,776***	-1,758*	1,671%	0,037**
[0; +3]	0,220%	0,524	0,332	-0,833%	-1,660*	-1,104	1,052%	0,156
[0; +5]	1,197%	2,327**	1,392	-0,686%	-1,116	-0,616	1,882%	0,033**
[0; +10]	1,185%	1,702*	1,062	-0,402%	-0,484	-0,489	1,588%	0,072*

*** valor $p < 0,01$, ** valor $p < 0,05$, * valor $p < 0,10$

Esta tabela apresenta os CAARs das empresas para o tipo de decisão (“Sair” e “Permanecer”) e as diferenças nos CAARs entre as duas subamostras. $\theta 1$ e $\tau 1$ são os valores das estatística do teste t de

Brown e Warner (1980, 1985), e da estatística do teste de sinal do teste *Corrado* (Corrado, 1989), respetivamente (ver Serra (2004) para mais detalhes). A significância das diferenças dos CAARs é determinada através do teste z para duas amostras independentes. *, ** e *** denota a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1% respetivamente.

Para a subamostra correspondente à decisão de “Sair”, a tabela apresenta CAARs negativos de -1,216%, -2,077%, -3,003%, -4,061%, -2,991%, -3,147% para as janelas temporais [-2;2], [-5;5], [-10;10], [-10;1], [-10;5] e [-5;1] respetivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$), indicando uma penalização significativa do mercado pelos custos de saída (e.g., elevadas imparidades e perda económica com a redução das vendas e perda de receita) das multinacionais do mercado russo.

Nas janelas pós-evento, identificamos CAARs positivos de 1,197% e 1,185% nos primeiros 5 dias e 10 dias após a indicação da decisão de “Sair”, com nível de significância estatística de 5% e 10% respetivamente, sugerindo a existência de ganhos reputacionais após o quinto dia, com impacto no valor das multinacionais.

Não obstante, as janelas temporais [-1;1], [-1;5], [-1;10], [0;2] e [0;3] não evidenciam a existência de CAARs com significância, apontando para a possibilidade de que os custos de saída do mercado russo, após a comunicação da decisão, são compensados por ganhos reputacionais, que tendem mitigar as perdas económicas da saída.

Cruzando as janelas [0;5], [-1;5] e [-5; 5], bem como as janelas [0;10], [-1;10] e [-10;10], verificamos que os CAARs positivos, nos primeiros 5 e 10 dias após a decisão, compensam os prejuízos registados no dia antes da comunicação da decisão de “Sair”, registando-se um efeito nulo para as janelas temporais [-1;5] e [-1;10]. No entanto, o valor negativo dos CAARs registados ao décimo e quinto dia antes da decisão, não são compensados pela decisão nos primeiros 5 e 10 dias pós-evento, como mostram as janelas temporais [-5; 5] e [-10;10].

Face ao exposto, os resultados parecem evidenciar que a comunicação da decisão de “Sair” foi significativamente penalizada pelos mercados até ao segundo dia antes do anúncio, refletindo os custos associados à saída do mercado russo. No entanto, estes custos parecem ser compensados pelos ganhos reputacionais, resultando num efeito neutro nos CAARs desde o dia anterior à decisão de “Sair” até aos primeiros 5 e 10 dias após a comunicação, assim como nos primeiros 2 e 3 dias subsequentes ao evento.

Apenas ao quinto e ao décimo dia após a comunicação se registou CAARs positivos com significância estatística ($p < 0,05$ e $p < 0,10$). Estes ganhos não são suficientes para compensar integralmente os prejuízos incorridos, como evidenciado pela janela temporal mais longa [-

10;10], indicando uma penalização média de -3,003% para a decisão de “Sair”, estatisticamente significativa ($p < 0,01$).

Para a subamostra correspondente à decisão de “Permanecer”, identificamos CAARs negativos de -1,581%, -3,192%, -4,538%, -5,773%, -6,449%, -6,056% e -4,931% para as janelas temporais [-1;1], [-2;2], [-5;5], [-10;10], [-10;1], [-10;5] e [-5;1], respectivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$). Apontando para a possibilidade dos custos reputacionais serem superiores ao efeito positivo da ausência de imparidades e ganhos económicos associados à quota de mercado no mercado russo.

Nas janelas temporais pós-evento [-1;5], [0;2] e [0;3], também identificamos CAARs negativos de -1,188%, -1,206% e -0,833% após a indicação da decisão de “Permanecer”, com significância estatística ao nível de 1% e 10%. Não obstante, as janelas temporais [-1;10], [0;5] e [0;10] não evidenciam a existência de CAARs com significância, o que poderá indicar que, nas janelas referenciadas, os custos reputacionais são compensados pela ausência de imparidades e pelos ganhos económicos, resultando num efeito nulo.

Por sua vez, a janela temporal mais longa [-10;10], sugere que no curto prazo, os prejuízos incorridos pelos custos reputacionais da decisão de “Permanecer” são superiores aos ganhos económicos da permanência no mercado russo, registando uma penalização média de -5,773%, estatisticamente significativa ($p < 0,01$).

Através do teste das diferenças (teste z) entre as duas subamostras constata-se uma maior penalização da decisão de “Permanecer” comparativamente com a decisão de “Sair”, na maioria das janelas em análise (nove janelas), estatisticamente significativas ou marginalmente significativas ($p < 0,05$ e $p < 0,10$).

No período pós-evento, registam-se diferenças entre o tipo de decisão, para as janelas [-1;5], [-1;10], [0;2], [0;5] e [0;10] com diferença média dos CAARs de 1,813%, 1,518%, 1,671%, 1,882% e 1,588% respectivamente, estatisticamente significativas ou marginalmente significativas ($p < 0,05$ e $p < 0,10$). Apenas no intervalo [0;3] as diferenças não foram significativas.

Estas evidências sugerem que tendo em consideração o período pós-evento, e com exceção da janela temporal [0,3], a opção de “Permanecer” tende a ser negativamente mais penalizada pelos mercados que a opção de “Sair”.

Comparando os CAARs da janela alargada [-10;10] de acordo com o tipo de decisão, coloca-se em evidência a maior penalização da decisão de “Permanecer”, com uma diferença média do CAAR de 2,771%, com significância estatística marginal ($p < 0,10$), indicando a maior penalização para as multinacionais que optaram por manter as operações na Rússia.

Estes dados, à luz da Teoria da Sinalização, sugerem que o mercado interpreta a permanência como um sinal negativo, quanto aos valores democráticos e responsabilidade social, acarretando custos reputacionais superiores aos custos da saída.

Pelo exposto, os resultados permitem, em parte, aceitar a *Hipótese 2*: EMN(CAARs) “Sair” < EMN(CAARs) “Permanecer”, que propõe que a decisão de “Permanecer” no mercado russo resulta numa maior penalização do valor de mercado das multinacionais, comparativamente com a decisão de “Sair”. Esta conclusão está alinhada com a Teoria da Sinalização e a Teoria Institucional, sugerindo que os prejuízos reputacionais podem superar os custos das perdas de investimentos avultados na Rússia, tal como referenciado por vários autores, que demonstraram o benefício de sair da Rússia (e.g., Balyuk & Fedyk, 2023; Kiesel & Kolaric, 2023; Sonnenfeld *et al.*, 2022; Tosun *et al.*, 2024; Tosun & Eshraghi, 2022).

Estas evidências sugerem que a opção de “Sair” é aquela que acarreta menores perdas, ainda que ambos os caminhos envolvam custos relevantes de curto prazo. No passado, vários investigadores demonstraram que os gastos com opções éticas e morais não se opõem ao valor para o acionista (e.g., Deng *et al.*, 2013; Ferrell *et al.*, 2016; Liang & Renneboog, 2017), esperando-se assim numa menor penalização da opção de “Sair”, legitimada por questões éticas e morais (Ayoub & Qadan, 2023; Basnet *et al.*, 2022; Yan, 2023).

4.3. Retaliação Económica Russa

Tabela 4.3 - Os CAARs e estatísticas descritivas para a RER nas empresas que optaram por “Permanecer” na Rússia

Variável	Mean	SD	25th perc.	Median	75th perc.	CAAR	$\theta 1$ <i>t</i> -statistic	$\tau 1$ Corrado
[-1; +1]	-0,356%	2,794%	-1,116%	0,162%	1,007%	-0,356%	-0,848	-0,548
[-2; +2]	0,281%	2,286%	-1,223%	0,079%	1,619%	0,281%	0,519	-0,478
[-5; +5]	0,580%	3,983%	-2,741%	1,668%	3,249%	0,580%	0,721	-0,568
[-10; +10]	-0,091%	6,050%	-4,673%	0,324%	3,350%	-0,091%	-0,082	-0,484
[-10; +1]	-0,817%	4,938%	-2,663%	-0,847%	1,583%	-0,817%	-0,973	-0,115
[-10; +5]	0,486%	4,874%	-2,442%	-0,496%	3,317%	0,486%	0,502	0,635
[-5; +1]	-0,723%	3,745%	-1,605%	-0,742%	1,834%	-0,723%	-1,128	-1,823*
[-1; +5]	0,947%	3,695%	-2,440%	1,115%	3,472%	0,947%	1,476	0,751
[-1; +10]	0,370%	4,917%	-3,170%	-0,164%	3,524%	0,370%	0,440	-0,799
[0; +2]	0,276%	2,220%	-1,085%	0,187%	1,241%	0,276%	0,658	0,237
[0; +3]	0,940%	2,867%	-0,988%	0,840%	2,752%	0,940%	1,940**	0,549
[0; +5]	0,992%	3,471%	-1,140%	1,462%	3,333%	0,992%	1,670*	0,838
[0; +10]	0,414%	4,625%	-2,205%	0,333%	3,612%	0,414%	0,515	-0,816

N - 35 multinacionais

*** valor $p < 0,01$, ** valor $p < 0,05$, * valor $p < 0,10$

Esta tabela apresenta os CAARs e suas estatísticas descritivas, assim como os resultados dos testes de significância para os retornos anormais. θ_1 e τ_1 são os valores das estatística do teste t de Brown e Warner (1980, 1985), e da estatística do teste de sinal do teste Corrado (Corrado, 1989), respetivamente (ver Serra (2004) para mais detalhes). *, ** e *** denota a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1% respetivamente.

A Tabela 4.3 representa os CAARs calculados de acordo com o MM para o confisco dos ativos ocidentais na Rússia, noticiado pelo *The Wall Street Journal* a 17 de julho de 2023, sendo de referenciar que nas janelas temporais em análise, os CAARs não evidenciam a existência de retornos anormais com significância à notícia do confisco dos ativos ocidentais na Rússia, com exceção das duas janelas temporais [0;3] e [0;5], com CAARs positivos de 0,940% e 0,992%, com significância estatística de 5% e 10% respetivamente.

Esta evidência empírica não permite aceitar a *Hipótese 5: EMN(CAARs) RER < 0*, segundo a qual se esperava que os CAARs fossem negativos em torno da data da RER. Desta forma não se pode concluir que a RER tenha efeitos negativos significativos no valor de mercado das multinacionais que permaneciam na Rússia, à data do confisco dos ativos ocidentais.

4.4. Influência da Economia de Mercado

Considerando que as instituições nacionais, com diferentes lógicas de ação económica, são uma base para os sistemas empresariais, testamos também o impacto que a economia de mercado do país de origem tem nos ARs das multinacionais com exposição ao mercado russo, quer para a decisão anunciada pelas empresas, como para o evento da RER.

4.4.1. Para a decisão anunciada pelas empresas

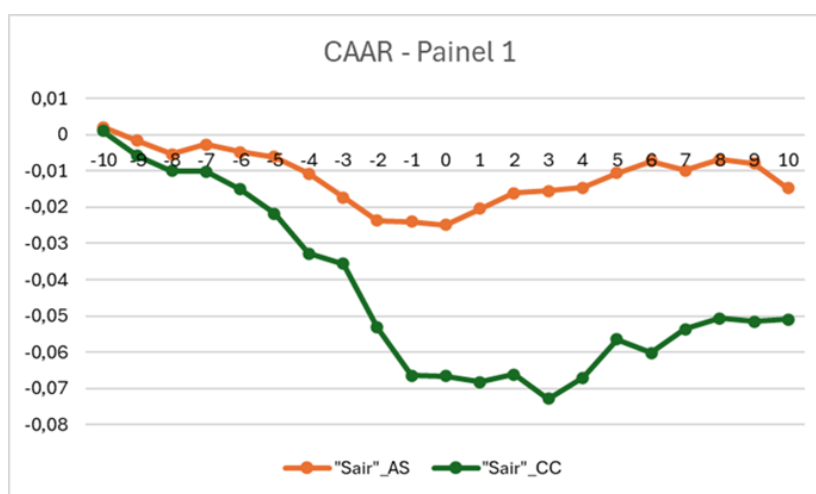


Figura 4.3 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas que anunciaram “Sair”

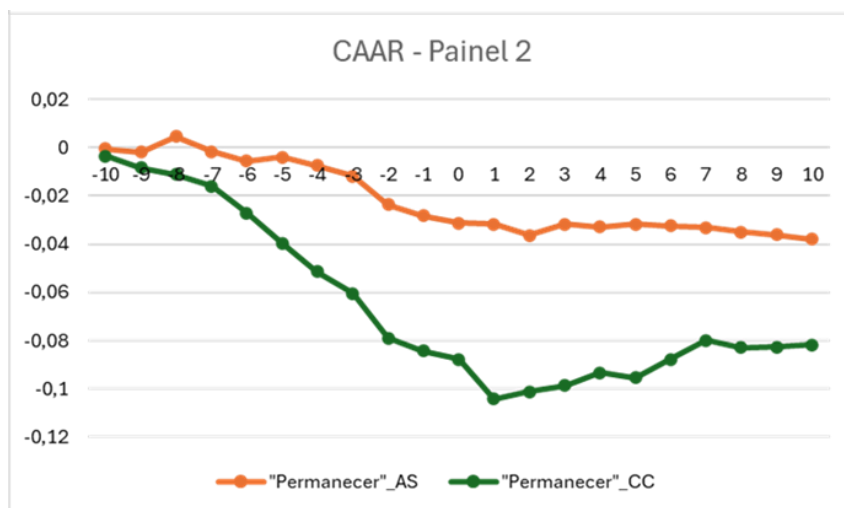


Figura 4.4 - Representação gráfica dos CAARs ao longo do tempo, para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas que anunciaram “Permanecer”

As Figuras 4.3 e 4.4 representam os CAARs calculados de acordo com o MM, considerando o tipo de economia de mercado das multinacionais, para cada tipo de decisão: o Painel 1 representa as empresas que anunciaram “Sair” e, o Painel 2 as empresas que anunciaram “Permanecer”, apontando para a tendência de maior penalização para as multinacionais com sede em países da CC, independentemente do tipo de decisão.

Tabela 4.4 - CAARs para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas por decisão e teste de diferença para CAARs

Painel 1: Para a decisão de “Sair” - AS versus CC								
N	Subamostra AS			Subamostra CC			Diferença	
	37	MM		27	MM		CAAR	teste z (valor p)
Variável	CAAR	$\theta 1$	$\tau 1$	CAAR	$\theta 1$	$\tau 1$		
[-1; +1]	0,326%	0,669	0,242	-1,502%	-2,859***	-0,730	1,828%	0,041**
[-2; +2]	0,123%	0,195	0,194	-3,050%	-4,499***	-1,330	3,173%	0,010***
[-5; +5]	-0,573%	-0,614	-0,218	-4,140%	-4,116***	-1,210	3,567%	0,026**
[-10; +10]	-1,480%	-1,148	-0,559	-5,090%	-3,663***	-1,088	3,610%	0,075*
[-10; +1]	-2,048%	-2,102**	-1,301	-6,820%	-6,492***	-1,865*	4,773%	0,051*
[-10; +5]	-1,052%	-0,936	-0,545	-5,648%	-4,657***	-1,367	4,596%	0,028**
[-5; +1]	-1,568%	-2,108**	-1,152	-5,311%	-6,620***	-1,892*	3,743%	0,043**
[-1; +5]	1,321%	1,776*	1,038	-0,330%	-0,411	-0,103	1,651%	0,069*
[-1; +10]	0,894%	0,918	0,683	0,229%	0,218	0,060	0,665%	0,336
[0; +2]	0,781%	1,604	0,922	0,033%	0,062	-0,091	0,749%	0,213
[0; +3]	0,847%	1,506	0,923	-0,639%	-1,054	-0,525	1,486%	0,069*
[0; +5]	1,342%	1,948*	1,162	0,998%	1,343	0,368	0,344%	0,379
[0; +10]	0,914%	0,981	0,743	1,556%	1,547	0,417	-0,642%	0,349

*** valor p < 0,01, ** valor p < 0,05, * valor p < 0,10

Painel 2: Para a decisão de “Permanecer” - AS versus CC

N	Subamostra AS			Subamostra CC			Diferença	
	CAAR	MM θ_1	τ_1	CAAR	MM θ_1	τ_1	CAAR	teste z (valor p)
[-1; +1]	-0,801%	-1,651*	-0,724	-2,523%	-3,472***	-0,732	1,722%	0,198
[-2; +2]	-2,458%	-3,923***	-1,332	-4,079%	-4,349***	-1,077	1,621%	0,248
[-5; +5]	-2,634%	-2,834***	-0,676	-6,839%	-4,915***	-1,314	4,206%	0,070*
[-10; +10]	-3,786%	-2,948***	-0,908	-8,175%	-4,252***	-1,190	4,389%	0,067*
[-10; +1]	-3,170%	-3,266***	-0,833	-10,412%	-7,164***	-1,986**	7,242%	0,017**
[-10; +5]	-3,176%	-2,834***	-0,720	-9,537%	-5,683***	-1,643	6,361%	0,025**
[-5; +1]	-2,628%	-3,544***	-0,848	-7,714%	-6,950***	-1,764*	5,086%	0,039**
[-1; +5]	-0,807%	-1,089	-0,473	-1,648%	-1,485	-0,364	0,841%	0,341
[-1; +10]	-1,417%	-1,460	-0,731	-0,286%	-0,197	0,046	-1,131%	0,262
[0; +2]	-0,810%	-1,669*	-0,909	-1,684%	-2,317**	-0,975	0,874%	0,312
[0; +3]	-0,344%	-0,613	-0,410	-1,424%	-1,697*	-0,767	1,080%	0,293
[0; +5]	-0,343%	-0,500	-0,203	-1,099%	-1,070	-0,453	0,756%	0,344
[0; +10]	-0,953%	-1,025	-0,536	0,262%	0,189	0,003	-1,215%	0,225

*** valor $p < 0,01$, ** valor $p < 0,05$, * valor $p < 0,10$

Esta tabela apresenta os CAARs das empresas para o tipo de economia de mercado do país de origem das empresas por decisão e teste de diferença nos CAARs entre as diferentes subamostras. O Painel 1 apresenta os CAAR das empresas que comunicaram a decisão de “Sair” para duas subamostras de acordo com a economia de mercado das multinacionais (AS e CC). O Painel 2 apresenta os CAAR das empresas que comunicaram a decisão de “Permanecer” para duas subamostras de acordo com a economia de mercado das multinacionais (AS e CC). θ_1 e τ_1 são os valores das estatística do teste t de Brown e Warner (1980, 1985), e da estatística do teste de sinal do teste Corrado (Corrado, 1989), respetivamente (ver Serra (2004) para mais detalhes). A significância das diferenças dos CAARs é determinada através do teste z para duas amostras independentes. *, ** e *** denota a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1% respetivamente.

O Painel 1 da Tabela 4.4 mostra os CAARs para a decisão de “Sair” em torno do tipo de economia de mercado (AS e CC) das multinacionais.

Nas janelas temporais mais próximas do evento [-1;1] e [-2;2], observa-se que as multinacionais da CC registam CAARs negativos de -1,502% e -3,050%, respetivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$), enquanto as multinacionais AS apresentam CAARs muito próximos de zero e não significativos. As diferenças entre as duas subamostras nestas janelas são estatisticamente significativas ao nível de 5% e 1% (diferenças de 1,828% e 3,173%, respetivamente), sugerindo que as multinacionais da CC foram mais penalizadas no curto prazo aquando do anúncio da decisão de saída.

À medida que alargamos a janela temporal [-5;5], [-10;10] e [-10;5], os resultados continuam a revelar CAARs negativos de -4,140%, -5,090% e -5,648%, respetivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$) para as multinacionais da CC, enquanto as multinacionais AS apresentam CAARs negativos, mas não estatisticamente significativos. As diferenças entre as subamostras nestas janelas são estatisticamente significativas ou marginalmente significativas ($p < 0,05$ e $p < 0,10$), sugerindo maior penalização para as multinacionais da CC.

As janelas pós-evento [0;2], [0;3], [0;5] e [0;10] evidenciam CAARs positivos e não significativos para ambas as subamostras, exceto para a janela [0;3], onde a diferença entre as subamostras é marginalmente significativa ($p < 0,10$). Isto poderá indicar que, após a comunicação da saída das multinacionais, o mercado absorveu parcialmente os impactos negativos, especialmente para as empresas AS, que podem beneficiar da reputação positiva associada à sua decisão.

Importa também destacar as janelas [-1;5] e [-1;10], onde as multinacionais AS apresentam CAARs positivos de 1,321% e 0,894% com significância marginal ($p < 0,10$) para o primeiro e não significativo para o segundo, enquanto as empresas da CC registam CAARs muito próximos de zero e não significativos. A diferença na janela [-1;5] é marginalmente significativa ($p < 0,10$), apontando para um possível efeito positivo dos ganhos reputacionais favorável às multinacionais AS após o anúncio da saída.

Por fim, a janela mais longa [-10;10] revela que as multinacionais da CC apresentam CAARs negativos significativos (-5,090%, $p < 0,01$), enquanto as AS registam CAARs negativos, mas estatisticamente não significativos (-1,480%). Com uma diferença média de 3,610% entre as subamostras, marginalmente significativa ($p < 0,10$), sugerindo que, no período mais alargado, as multinacionais da CC foram mais penalizadas pelos mercados financeiros do que as AS.

Estes dados permitem aceitar, em parte, a *Hipótese 3*: $EMN(CAARs) AS < EMN(CAARs) CC$, sugerindo a ideia de que as diferenças institucionais e culturais entre as multinacionais AS e as multinacionais da CC, teve influência no valor de mercado das empresas que comunicaram a decisão de “Sair”. À luz da Teoria Institucional, as multinacionais atuam em contextos com expectativas sociais e regulatórias próprias, procurando alinhar as suas ações com as normas e valores da sociedade em que estão inseridas para garantir a sua legitimação.

Os resultados obtidos alinham-se com o efeito “Substituto” identificado por Walker *et al.* (2019), sugerindo que, em economias de mercados AS, onde prevalecem princípios de transparência, *accountability* e uma forte reação às pressões reputacionais, as multinacionais

tendem a compensar, através das suas próprias práticas e decisões, as eventuais lacunas institucionais do país de origem (Ghoul *et al.*, 2017; Jackson & Apostolakou, 2010). No caso específico da decisão de saída da Rússia, as multinacionais AS enviam ao mercado sinais claros do seu compromisso com a responsabilidade social e os valores democráticos, atuando como substitutos das instituições que promovem essas normas.

Ao atuarem como “substitutos” – isto é, ao tomarem ações que compensam deficiências institucionais e respondem às expectativas de *stakeholders* e investidores –, as empresas AS conseguem reduzir a incerteza e a assimetria de informação sobre o seu alinhamento ético, resultando numa menor penalização de mercado pelo anúncio de saída do mercado russo.

Os resultados do Painel 2 da Tabela 4.4 encontram-se alinhados com esta perspetiva nas janelas temporais em que os CAARs das multinacionais da CC são significativamente mais negativos do que os das multinacionais AS.

O efeito em “Espelho”, tipicamente associado às multinacionais da CC, sugere que as organizações tendem a espelhar o contexto institucional do país de origem, refletindo as ações do governo, do mercado e da sociedade civil (Campbell, 2007; Gjølberg, 2009; Ioannou & Serafeim, 2012; Walker *et al.*, 2019). Neste sentido, ao permanecerem na Rússia, espera-se que as multinacionais da CC apresentem maiores penalizações, uma vez que não estão a alinhar-se com as práticas isomórficas – ou seja, a tendência de seguir o comportamento dos pares (neste caso, a saída do mercado russo).

Analisando as janelas temporais mais próximas do evento [-1;1] e [-2;2], observa-se que ambas as subamostras apresentam CAARs negativos. Contudo, as multinacionais da CC apresentam maior penalização, registando CAARs negativos de -2,523% e -4,079% respetivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$), enquanto as multinacionais AS apresentam CAARs negativos menos pronunciados marginalmente significativos, de -0,801% ($p < 0,10$), e significativos, de -2,458% ($p < 0,01$), respetivamente. As diferenças entre as duas subamostras nestas janelas não são estatisticamente significativas ($p > 0,10$), sugerindo que, embora as empresas de ambas as economias de mercado sejam penalizadas, a diferença entre as multinacionais AS e da CC não é tão evidente no curto prazo.

À medida que alargamos a janela temporal [-5;5], [-10;10], [-10;1], [-10;5], [-5;1], a penalização da opção de “Permanecer” para as multinacionais da CC aumenta, com CAARs negativos de -6,839%, -8,175%, -10,412%, -9,537% e -7,714%, respetivamente, estatisticamente significativos ($p < 0,01$). Por sua vez, as empresas AS também apresentam CAARs negativos de -2,634%, -3,786%, -3,170%, -3,176% e -2,628%, respetivamente, também estatisticamente significativos ($p < 0,01$), embora com menor magnitude. As diferenças

entre as subamostras nestas janelas são estatisticamente significativas ou marginalmente significativas ($p < 0,05$ e $p < 0,10$), sugerindo que os investidores penalizaram mais as multinacionais da CC que optaram por “Permanecer” no mercado russo.

Nas janelas pós-evento $[-1;5]$, $[-1;10]$ $[0;2]$, $[0;3]$, $[0;5]$, $[0;10]$, os CAARs tendem a aproximar-se de zero e não são estatisticamente significativos para ambas as subamostras, exceto para a janela $[0;2]$ das duas subamostras AS e da CC ($p < 0,05$ e $p < 0,10$), e para a janela $[0;3]$ apenas para as multinacionais da CC ($p < 0,10$). Contudo, não se verificam diferenças estatisticamente significativas entre as subamostras neste período.

Quanto à janela mais alargada $[-10;10]$, o resultado indica que as multinacionais da CC são mais penalizadas, com um CAAR de $-8,175\%$ ($p < 0,01$) em comparação com $-3,786\%$ ($p < 0,01$) das multinacionais AS. A diferença média é de $4,389\%$, marginalmente significativa ($p < 0,10$), sugerindo que, no período mais alargado, as multinacionais da CC foram mais penalizadas pelos mercados financeiros do que as multinacionais AS.

Embora a tendência dos resultados do Painel 2 sugira que as multinacionais da CC foram mais penalizadas pela decisão de “Permanecer” no mercado russo, as diferenças entre as subamostras, na maioria das janelas temporais, não apresenta significância estatística. Esta ausência de significância pode estar relacionada com a dimensão relativamente reduzida das subamostras e com a heterogeneidade das multinacionais em termos de setor de atividade e contexto operacional, limitando o poder dos testes estatísticos aplicados.

Neste contexto, os resultados mistos do Painel 2 permitem aceitar parcialmente a *Hipótese 4*: $EMN(CAARs) CC > EMN(CAARs) AS$, considerando as janelas temporais $[-5;5]$, $[-10;10]$, $[-10;1]$, $[-10;5]$ e $[-5;1]$, nas quais as multinacionais da CC registam penalizações com diferenças significativas e superiores às empresas AS, corroborando o argumento de que as multinacionais da CC enfrentam maior pressão para se alinharem com as práticas isomórficas.

De acordo com a literatura, as empresas da CC tendem a espelhar o contexto institucional do país de origem, refletindo as ações do governo, do mercado e da sociedade civil (Campbell, 2007; Gjørlberg, 2009; Ioannou & Serafeim, 2012; Walker *et al.*, 2019). Assim, ao decidirem permanecer num ambiente hostil e politicamente controverso, como o mercado russo, as multinacionais podem ser penalizadas pelas pressões coercivas (por exemplo, sanções políticas), miméticas (comparação com os seus pares que saíram do mercado) e normativas (reação negativa da sociedade civil e investidores).

4.4.2. Para a Retaliação Económica Russa

A Tabela 4.5 mostra os CAARs calculados de acordo com o MM em torno do tipo de economia de mercado (AS e da CC) para as multinacionais que mantêm a decisão de “Permanecer” à data do confisco dos ativos ocidentais na Rússia.

Tabela 4.5 - CAARs da RER nas empresas que optaram por “Permanecer” de acordo com o tipo de economia de mercado do país de origem e teste de diferença para CAARs

N	Subamostra AS			Subamostra CC			Diferença	
	20	MM		15	MM		CAAR	teste z (valor p)
Variável	CAAR	$\theta 1$	$\tau 1$	CAAR	$\theta 1$	$\tau 1$		
[-1; +1]	-0,703%	-1,068	-0,209	0,107%	0,236	0,313	-0,810%	0,178
[-2; +2]	0,617%	0,726	0,269	-0,167%	-0,285	0,267	0,785%	0,157
[-5; +5]	1,348%	1,069	0,253	-0,445%	-0,512	0,087	1,793%	0,084*
[-10; +10]	0,934%	0,536	-0,043	-1,458%	-1,214	-0,196	2,392%	0,117
[-10; +1]	-1,375%	-1,043	-0,405	-0,073%	-0,080	0,007	-1,302%	0,196
[-10; +5]	1,220%	0,802	0,175	-0,492%	-0,469	0,036	1,711%	0,141
[-5; +1]	-1,246%	-1,239	-0,478	-0,026%	-0,037	0,063	-1,220%	0,145
[-1; +5]	1,891%	1,879*	0,658	-0,312%	-0,450	0,251	2,203%	0,035**
[-1; +10]	1,605%	1,219	0,243	-1,278%	-1,408	-0,110	2,884%	0,041**
[0; +2]	0,537%	0,816	0,145	-0,072%	-0,159	0,261	0,609%	0,217
[0; +3]	1,510%	1,985**	0,423	0,181%	0,345	0,462	1,329%	0,090*
[0; +5]	1,995%	2,142**	0,636	-0,346%	-0,539	0,204	2,341%	0,021**
[0; +10]	1,709%	1,355	0,199	-1,312%	-1,510	-0,164	3,022%	0,027**

*** valor p < 0,01, ** valor p < 0,05, * valor p < 0,10

Esta tabela apresenta os CAARs das empresas para o tipo de economia de mercado do país de origem (AS e CC) e as diferenças nos CAARs entre as duas subamostras. $\theta 1$ e $\tau 1$ são os valores das estatística do teste *t* de Brown e Warner (1980, 1985), e da estatística do teste de sinal do teste *Corrado* (Corrado, 1989), respetivamente (ver Serra (2004) para mais detalhes). A significância das diferenças dos CAARs é determinada através do teste z para duas amostras independentes. *, ** e *** denota a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1% respetivamente.

A análise dos resultados da Tabela 4.5 mostra que, os CAARs das multinacionais da CC são, em geral, negativos ou próximos de zero, contudo sem significância estatística em todas as janelas temporais analisadas, sugerindo que a RER não teve efeito para as multinacionais da CC que permaneceram na Rússia.

Em contraste, os CAARs das multinacionais AS tendem a ser positivos, com significância estatística apenas nas janelas temporais pós-evento [-1;5], [0;3] e [0;5], onde se registam CAARs de 1,891%, 1,510% e 1,995%, respetivamente ($p < 0,05$ e $p < 0,10$). Estes resultados sugerem que, para as multinacionais AS, a notícia da apreensão de ativos ocidentais na Rússia

pode ter sido interpretada como uma oportunidade de ganho económico potencial, devido à redução da competitividade no mercado russo, decorrente da apreensão dos ativos e da saída massiva das multinacionais da Rússia.

A comparação das médias dos CAARs das duas subamostras revela que, no período pré-evento, várias janelas temporais ([-1;1], [-2;2], [-10;10], [-10;1], [-10;5], [-5;1]) não apresentam diferenças estatisticamente significativas. Uma explicação plausível para a ausência de diferenças significativas nas janelas pré-evento reside no facto de que, antes do anúncio da RER, os investidores ainda não tinham informações suficientes para antecipar o impacto assimétrico nas multinacionais AS e da CC. Sem o gatilho informativo do evento (a notícia da apreensão dos ativos), o mercado não refletia expectativas diferenciadas em relação ao desempenho futuro dessas multinacionais.

Em contrapartida, para as janelas temporais pós-evento, verificamos que a notícia do confisco dos ativos ocidentais na Rússia, afetou de forma diferenciada as multinacionais AS e da CC, que à data mantinham a decisão de “Permanecer” no mercado russo.

Esta falta de reatividade anterior ao evento está alinhada com a Teoria da Eficiência dos Mercados (Fama *et al.*, 1969), segundo a qual os preços das ações só se ajustam rapidamente a novas informações públicas. Assim, só partir da notícia do evento se observa um ajuste significativo e assimétrico nas perceções dos investidores em relação às multinacionais da CC e AS, refletindo as pressões institucionais e as expectativas de alinhamento ou divergência estratégica como proposto na literatura (e.g., DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977; Walker *et al.*, 2019).

Com a exceção da janela [0;2], as janelas temporais pós-evento [-1;5], [-1;10], [0;3], [0;5] e [0;10], apresentam CAARs de 2,203%, 2,884%, 1,329%, 2,341% e 3,022%, com diferenças estatisticamente significativas ou marginalmente significativas ($p < 0,05$ e $p < 0,10$), indicando que as multinacionais da CC, foram mais penalizadas pelo mercado em comparação com as multinacionais AS.

Estas diferenças refletem o impacto diferenciado do evento sobre as duas subamostras, permitindo aceitar a *Hipótese 6*: $EMN(CAARs)_{RER_CC} \neq EMN(CAARs)_{RER_AS}$, e confirmando que a origem institucional e o alinhamento (ou desalinhamento) estratégico destas empresas contribuem para respostas assimétricas do mercado perante a RER. Este resultado está alinhado com as previsões da Teoria Institucional, segundo a qual, em momentos de elevada incerteza e conflito político, as pressões coercivas, miméticas e normativas do país de origem influenciam as decisões e a perceção de risco das multinacionais no mercado.

5. Considerações Finais

Os períodos de guerra e conflito geopolítico colocam valores em conflito e constituem um dilema complexo para as organizações. Subjacente a cada opção ou decisão das multinacionais está associado um conjunto de valores em sentidos opostos, que resultam em impactos diferenciados nas multinacionais de acordo com o tipo de sinal dado pelas empresas e o contexto institucional em que estão inseridas.

O nosso estudo analisou o impacto do conflito militar Rússia-Ucrânia no mercado de ações de curto prazo, com foco nas decisões corporativas de "Sair" ou "Permanecer" na Rússia, além de explorar o efeito da RER. Adicionalmente, partindo de uma lacuna detetada na literatura, este estudo acrescentou uma variável até agora ignorada, ao explorar a influência que o tipo de economia de mercado do país de origem das multinacionais (AS *versus* CC) teve na tomada de decisão de sair ou permanecer no mercado russo e a forma como isso se repercutiu no valor de mercado das empresas. Até onde vão os nossos conhecimentos, esta é a primeira vez que um estudo deste tipo analisa o impacto das economias de mercado, facto que confere originalidade a este estudo e contribui para o alargamento do conhecimento. Além disso, desenvolvemos um modelo teórico próprio, com a conjugação de três teorias, que revelou um bom poder explicativo do fenómeno em estudo, conferindo maior robustez às conclusões alicerçadas nos resultados obtidos.

A reação negativa no valor das multinacionais antes da divulgação das decisões corporativas, indica a penalização do mercado perante a incerteza gerada pelo conflito. Esta incerteza foi mitigada após a comunicação das empresas, observando-se que os CAARs, negativos e estatisticamente significativos no período pré-evento, se tornam nulos no período pós-evento. Este comportamento evidencia a importância dos sinais transmitidos pelas empresas aos mercados para reduzir a assimetria de informação e a incerteza, como previsto pela Teoria da Sinalização, conforme abordado no enquadramento teórico deste estudo.

As evidências sugerem a coexistência de sinais contrários, em simultâneo, que tendem a anular-se aquando da comunicação das multinacionais: se por um lado, os custos de saída do mercado russo (elevadas imparidades e perdas económicas) podem ser compensados pelos ganhos reputacionais da decisão de "Sair", por outro lado, os custos reputacionais, subjacentes à permanência no mercado russo, podem ser compensados pela ausência de imparidades e ganhos económicos associados à quota de mercado no mercado russo.

Ao aprofundar a análise quanto ao tipo de decisão ("Sair" ou "Permanecer"), os nossos resultados vão ao encontro da tendência observada na literatura (e.g., Balyuk & Fedyk, 2023;

Kiesel & Kolaric, 2023; Sonnenfeld *et al.*, 2022; Tosun *et al.*, 2024; Tosun & Eshraghi, 2022), que aponta para uma maior penalização da decisão de “Permanecer”.

As empresas que optam por sair enviam um sinal claro de compromisso com valores democráticos e responsabilidade ética, traduzindo-se em ganhos reputacionais que compensam, em parte, os custos económicos da saída. Por outro lado, a decisão de "Permanecer" parece ser mais penalizada pelos investidores, refletindo a percepção de desalinhamento com as expectativas sociais e políticas dominantes, conforme explica a Teoria Institucional (DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977). Isto confirma a importância dos sinais reputacionais e dos alinhamentos institucionais nos mercados financeiros em momentos de incerteza.

Neste contexto, os resultados sugerem que o valor da decisão de “Sair” do mercado russo não está necessariamente em conflito com a maximização do valor para o acionista, sendo a opção que representa uma menor penalização do mercado.

Adicionalmente, os dados confirmam, que os mercados reagem rapidamente à informação disponível, neste caso, aos anúncios públicos das decisões corporativas, refletindo a incorporação imediata das decisões nas expectativas dos investidores, tal como previsto na Teoria da Eficiência dos Mercados, reforçando a relevância do enquadramento teórico adotado.

No caso da RER, os resultados apontam para um impacto marginal, sem efeitos significativos em muitas janelas, sugerindo que, apesar da incerteza gerada, o impacto foi nulo. Esta ausência de significância pode estar relacionada com a dimensão relativamente reduzida da amostra e com a heterogeneidade das multinacionais em termos de setor de atividade e contexto operacional, limitando o poder dos testes estatísticos aplicados.

Quanto aos resultados sobre a influência da economia de mercado, encontradas quer no Painel 1 e 2 (Tabela 4.4), como para a RER (Tabela 4.5), apoiam o papel diferenciador dos contextos institucionais dos países de origem das multinacionais (La Porta *et al.*, 1997, 1998; Witt & Jackson, 2016), como demonstrado pelas diferenças nos CAARs entre as multinacionais AS e as multinacionais da CC nos mercados financeiros.

As multinacionais de países AS, mais habituadas a ambientes de transparência e *accountability*, parecem substituir o papel das instituições em tempos de incerteza (efeito “Substituto”), mitigando parcialmente as perdas de mercado.

Já as multinacionais da CC, alinhadas às pressões institucionais do seu país de origem (efeito “Espelho”), foram mais penalizadas pelos mercados. Ao permanecerem na Rússia, as multinacionais da CC não estão a alinhar-se com as práticas isomórficas miméticas, ou seja, a tendência de seguir o comportamento dos pares (neste caso, a saída do mercado russo).

Estes resultados estão em consonância com a literatura (Ghoul *et al.*, 2017; Jackson & Apostolakou, 2010; Walker *et al.*, 2019), sugerindo a relevância de também serem considerados os fatores institucionais para compreender a variação nos impactos de mercado.

As evidências reforçam o papel dos diferentes ambientes institucionais (La Porta *et al.*, 1997, 1998; Witt & Jackson, 2016) e apoiam a noção de que o tipo de economia de mercado do país de origem das multinacionais tem influência no valor de mercado dessas empresas. Portanto, gestores, analistas e investidores, devem considerar as particularidades do contexto institucional do país de origem das multinacionais, antecipando possíveis reações do mercado em períodos de conflito geopolítico.

Em suma, esta dissertação evidencia que, em tempos de crise geopolítica, as decisões das multinacionais e o alinhamento com as expectativas institucionais são determinantes para a reação dos mercados. Sair de um mercado em conflito, quando alinhado com os valores institucionais e reputacionais, parece ser menos penalizador no curto prazo, enquanto permanecer num contexto adverso exige maior capacidade de gestão de riscos reputacionais e políticos, para salvaguardar o valor de mercado das multinacionais.

Apesar das contribuições para a literatura e para a prática de gestão, reconhece-se que a complexidade da temática exige alguma cautela, pelo que é importante ter em mente as suas limitações. Os resultados estão circunscritos ao caso específico do conflito militar Rússia-Ucrânia, pelo que a generalização requer cautela, uma vez que, cada conflito possui particularidades históricas, culturais e económicas que influenciam a reação dos mercados. Por conseguinte, sugerimos que, em futuros estudos, se analisem outros cenários de conflito ou de crise para testar a robustez dos resultados e identificar padrões comuns ou divergentes.

A categorização dos países de origem em AS e da CC, embora útil, pode não refletir todas as variáveis institucionais que influenciam a resposta das empresas em ambientes de conflito. Também a dicotomia "Sair" *versus* "Permanecer", adotada para as decisões corporativas, embora útil para simplificar análises, pode limitar a compreensão das estratégias corporativas que se revelam multifacetadas em cenários de conflito.

Esta dissertação constitui, assim, um ponto de partida para o futuro desenvolvimento académico do tema. A complexidade da interação entre geopolítica, finanças e instituições, apontam para a necessidade de investigações complementares, que adotem abordagens longitudinais, comparativas e multidisciplinares, para melhor compreender a interação entre ambiente institucional, decisões estratégicas e reações de mercado. Pesquisas futuras poderão aprofundar as conclusões, tanto no efeito como na abrangência das decisões corporativas, dos impactos retaliativos e da influência das economias de mercado em cenários de crise.

Referências Bibliográficas

- Abakah, E. J. A., Abdullah, M., Yousaf, I., Kumar Tiwari, A., & Li, Y. (2024). Economic sanctions sentiment and global stock markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101910. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101910>
- Ahmed, S., Hasan, M. M., & Kamal, M. R. (2023). Russia–Ukraine crisis: The effects on the European stock market. *European Financial Management*, 29(4), 1078–1118. <https://doi.org/10.1111/eufm.12386>
- Alam, M. A. U., Devos, E., & Feng, Z. (2023). Firm reaction to geopolitical crises: Evidence from the Russia-Ukraine conflict. *Journal of Financial Research*, 46(S1), S163–S182. <https://doi.org/10.1111/jfir.12354>
- Albuquerque, B., Martins, A. M., & Moutinho, N. (2024). Stock market effects of corporate malpractices and misconduct: Evidence from the short-seller Hindenburg. *Finance Research Letters*, 106495. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106495>
- Anand, A., Singh, S. K., Bowen, M., & Rangarajan, D. (2024). Strategic renewal during crises—A pragmatist proposition for multinational enterprises in a globalized world. *Journal of International Management*, 101134. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2024.101134>
- Arin, K. P., Ciferri, D., & Spagnolo, N. (2008). The price of terror: The effects of terrorism on stock market returns and volatility. *Economics Letters*, 101(3), 164–167. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2008.07.007>
- Arte, P., & Larimo, J. (2019). Taking stock of foreign divestment: Insights and recommendations from three decades of contemporary literature. *International Business Review*, 28(6), 101599. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101599>
- Artiga González, T., & Calluzzo, P. (2019). Clustered shareholder activism. *Corporate Governance: An International Review*, 27(3), 210–225. <https://doi.org/10.1111/corg.12271>
- Asemah-Ibrahim, M., Nwaoboli, E., & Asemah, E. (2022). *Corporate Social Responsibility in War Ridden-Zones of Russia-Ukraine from February to July 2022*. 5, 1–14.
- Assaf, R., Gupta, D., & Kumar, R. (2023). The price of war: Effect of the Russia-Ukraine war on the global financial market. *The Journal of Economic Asymmetries*, 28, e00328. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2023.e00328>
- Ayoub, M., & Qadan, M. (2023). Does supporting Ukraine pay well? The performance of companies that suspended their business in Russia. *Research in International Business and Finance*, 66, 102071. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102071>
- Balyuk, T., & Fedyk, A. (2023). Divesting under Pressure: U.S. firms' exit in response to Russia's war against Ukraine. *Journal of Comparative Economics*, 51(4), 1253–1273. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2023.08.001>
- Basnet, A., Blomkvist, M., & Galariotis, E. (2022). The role of ESG in the decision to stay or leave the market of an invading country: The case of Russia. *Economics Letters*, 216, 110636. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110636>
- Bhagwat, Y., Warren, N. L., Beck, J. T., & Watson, G. F. (2020). Corporate Sociopolitical Activism and Firm Value. *Journal of Marketing*, 84(5), 1–21. <https://doi.org/10.1177/0022242920937000>

- Boubaker, S., Goodell, J. W., Pandey, D. K., & Kumari, V. (2022). Heterogeneous impacts of wars on global equity markets: Evidence from the invasion of Ukraine. *Finance Research Letters*, 48, 102934. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102934>
- Boungou, W., & Yatié, A. (2022). The impact of the Ukraine–Russia war on world stock market returns. *Economics Letters*, 215, 110516. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110516>
- Brandt, M. W., & Gao, L. (2019). Macro fundamentals or geopolitical events? A textual analysis of news events for crude oil. *Journal of Empirical Finance*, 51, 64–94. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.01.007>
- Brounen, D., & Derwall, J. (2010). The Impact of Terrorist Attacks on International Stock Markets. *European Financial Management*, 16(4), 585–598. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00502.x>
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205–258. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Bryman, A. (2016). *Social Research Methods* (5th Edition). Oxford University Press.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946–967. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>
- Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 4(4): 39-48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Chen, A. H., & Siems, T. F. (2006). The effects of terrorism on global capital markets. Em *The Economic Analysis of Terrorism*. Routledge.
- Choudhry, T. (2010). World War II events and the Dow Jones industrial index. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 1022–1031. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.11.004>
- Clausewitz, C. von, Howard, M., & Paret, P. (1976). *On war*. Princeton University Press.
- Comissão Europeia. (2025, fevereiro 24). Declaração conjunta da Presidente da Comissão Europeia, do Presidente do Conselho Europeu e da Presidente do Parlamento Europeu - Comissão Europeia. https://portugal.representation.ec.europa.eu/news/declaracao-conjunta-da-presidente-da-comissao-europeia-do-presidente-do-conselho-europeu-e-da-2025-02-24_pt
- Conrad, J., Dittmar, R. F., & Ghysels, E. (2013). Ex Ante Skewness and Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 68(1), 85–124. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01795.x>
- Conselho Europeu. (2025, fevereiro 5). Resposta da UE à invasão da Ucrânia pela Rússia. Consilium. <https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/eu-response-russia-military-aggression-against-ukraine-archive/>
- Coronado-Maldonado, I., & Benítez-Márquez, M.-D. (2023). Emotional intelligence, leadership, and work teams: A hybrid literature review. *Heliyon*, 9(10), e20356. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20356>

- Corrado, C. J. (1989). A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 385–395. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90064-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90064-0)
- Crane, B. (2020). Revisiting Who, When, and Why Stakeholders Matter: Trust and Stakeholder Connectedness. *Business & Society*, 59(2), 263–286. <https://doi.org/10.1177/0007650318756983>
- Cumming, D. (2022). Management Scholarship and the Russia–Ukraine War. *British Journal of Management*, 33(4), 1663–1667. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12657>
- Cunha, M. P. e, & Rego, A. (2020). *Liderar no Novo Normal* (1º Edição). Edições Silabo.
- D’Arco, M., Marino, V., & Resciniti, R. (2024). Stop business with Russia! Exploring the representation and perceived authenticity of corporate activism in response to Russia-Ukraine war. *Italian Journal of Marketing*, 2024(1), 55–76. <https://doi.org/10.1007/s43039-023-00085-0>
- Das, B. C., Hasan, F., Sutradhar, S. R., & Shafique, S. (2023). Ukraine–Russia Conflict and Stock Markets Reactions in Europe. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 24(3), 395–407. <https://doi.org/10.1007/s40171-023-00345-0>
- Deegan, C. (2002). The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3): 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Denes, M. R., Karpoff, J. M., & McWilliams, V. B. (2017). Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, 44, 405–424. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.03.005>
- Deng, X., Kang, J., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87–109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- Dowling, J., Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social Values and Organizational Behaviour. *Pacific Sociological Review*, 18(1): 122-136. <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Dyckman, T., Philbrick, D., & Stephan, J. (1984). A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach. *Journal of Accounting Research*, 22, 1. <https://doi.org/10.2307/2490855>
- Eilert, M., & Nappier Cherup, A. (2020). The Activist Company: Examining a Company’s Pursuit of Societal Change Through Corporate Activism Using an Institutional Theoretical Lens. *Journal of Public Policy & Marketing*, 39(4), 461–476. <https://doi.org/10.1177/0743915620947408>
- Essele, P. (2022, março 16). The Russian Invasion of Ukraine: A Lesson in Stakeholder Capitalism? *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/16/the-russian-invasion-of-ukraine-a-lesson-in-stakeholder-capitalism/>
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34–105.

- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Federle, J., Meier, A., Müller, G. J., & Sehn, V. (2022). Proximity to War: The Stock Market Response to the Russian Invasion of Ukraine. *Journal of Money, Credit and Banking*, n/a(n/a). <https://doi.org/10.1111/jmcb.13226>
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 585–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003>
- Figar, N., & Đorđević, B. (2016). Managing an Ethical Dilemma. *Economic Themes*, 54(3), 345–362. <https://doi.org/10.1515/ethemes-2016-0017>
- Fleming, K., & Millar, C. (2019). Leadership capacity in an era of change: The new-normal leader. *Journal of Organizational Change Management*, 32(3), 310–319. <https://doi.org/10.1108/JOCM-05-2019-492>
- Flint, C. (2021). *Introduction to Geopolitics* (4.^a ed.). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003138549>
- Freedman, S. L. (2019). *Ukraine and the Art of Strategy*. Oxford University Press
- French, J. J., Gurdgiev, C., & Shin, S. (2023). When doing the right thing doesn't pay: Impact of corporate decisions on Russian market participation in the wake of the Ukraine-Russia war. *Finance Research Letters*, 58, 104468. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104468>
- French, J. J., Gurdgiev, C., & Shin, S. (2024). The profits vs protests: Corporate value dynamics amidst activist uproar. *Finance Research Letters*, 69, 106263. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106263>
- Fu, J. S., & Wang, R. (2024). Multiple pathways to organizational legitimacy: Information visibility, organizational listening, and cross-sector partnerships. *Public Relations Review*, 50(4), 102484. <https://doi.org/10.1016/j.pubrev.2024.102484>
- Gardberg, N. A., & Fombrun, C. J. (2006). Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets Across Institutional Environments. *Academy of Management Review*, 31(2), 329–346. <https://doi.org/10.5465/amr.2006.20208684>
- Gershkovich, E., Boston, W., & Kantchev, G. (2022, março 11). Pressure Mounts for Western Companies Leaving Russia. *Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/pressure-mounts-for-western-companies-leaving-russia-11647006723>
- Gheorghe, C., & Panazan, O. (2023). Effects of information related to the Russia-Ukraine conflict on stock volatility: An EGARCH approach. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2241205. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2241205>
- Ghoul, S. E., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. *Journal of International Business Studies*, 48(3), 360–385. <https://doi.org/10.1057/jibs.2016.4>
- Girardone, C. (2022). Russian Sanctions and the Banking Sector. *British Journal of Management*, 33(4), 1683–1688. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12656>
- Gjølberg, M. (2009). The origin of corporate social responsibility: Global forces or national legacies? *Socio-Economic Review*, 7(4), 605–637. <https://doi.org/10.1093/ser/mwp017>

- Glabosky, M., & Peterburgsky, S. (2022). Corporate activism during the 2022 Russian invasion of Ukraine. *Economics Letters*, 217, 110650. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110650>
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management*, 40(5), 1230–1268. <https://doi.org/10.1177/0149206313515519>
- Gordon, L. N. and M. R. (2025, fevereiro 22). U.S. Pushes Kyiv to Kill Its U.N. Resolution Marking War's Anniversary. WSJ. <https://www.wsj.com/world/europe/u-s-pushes-kyiv-to-kill-its-u-n-resolution-marking-wars-anniversary-ed6db571>
- Grebe, M., Kandemir, S., & Tillmann, P. (2024). Uncertainty about the war in Ukraine: Measurement and effects on the German economy. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 217, 493–506. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.11.015>
- Hall, P. A., & Soskice, D. (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press. <http://www.amazon.com/Varieties-Capitalism-Institutional-Foundations-Comparative/dp/0199247757>
- Hallo, L., Nguyen, T., Gorod, A., & McDermott, T. (2020). 4.0 VUCA (Volatility, Uncertainty, Complexity and Ambiguity) Leadership. In Proceedings of the International Annual Conference of the American Society for Engineering Management. *American Society for Engineering Management (ASEM)*, 1–11. <https://www.proquest.com/openview/b6c2f20cbab9c6e59b79dc7bafb57e3c/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2037614>
- Hamelberg, K., de Ruyter, K., van Dolen, W., & Konuş, U. (2025). Finding the Right Voice: How CEO Communication on the Russia–Ukraine War Drives Public Engagement and Digital Activism. *Journal of Public Policy & Marketing*, 44(1), 140–159. <https://doi.org/10.1177/07439156241230910>
- Heyden, K. J., & Heyden, T. (2021). Market reactions to the arrival and containment of COVID-19: An event study. *Finance Research Letters*, 38, 101745. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101745>
- Hoppner, J. J., & Vadakkepatt, G. G. (2019). Examining moral authority in the marketplace: A conceptualization and framework. *Journal of Business Research*, 95, 417–427. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.07.045>
- Hudson, R., & Urquhart, A. (2015). War and stock markets: The effect of World War Two on the British stock market. *International Review of Financial Analysis*, 40, 166–177. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.015>
- Hufbauer, G. C., Schott, J. J., & Elliott, K. A. (2009). Economic Sanctions Reconsidered, 3rd Edition (paper). *Peterson Institute Press: All Books*. <https://ideas.repec.org/b/iie/ppress/4129.html>
- Huynh, L. D. T., Hoang, K., & Ongena, S. (2024). *The Impact of Foreign Sanctions on Firm Performance in Russia* (SSRN Scholarly Paper 4889947). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4889947>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864. <https://doi.org/10.1057/jibs.2012.26>
- Izzeldin, M., Muradoğlu, Y. G., Pappas, V., Petropoulou, A., & Sivaprasad, S. (2023). The impact of the Russian-Ukrainian war on global financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102598. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102598>

- Jackson, G., & Apostolakou, A. (2010). Corporate Social Responsibility in Western Europe: An Institutional Mirror or Substitute? *Journal of Business Ethics*, 94(3), 371–394. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0269-8>
- Johnson, C., Dowd, T. J., & Ridgeway, C. L. (2006). Legitimacy as a Social Process. *Annual Review of Sociology*, 32, 53–78. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.32.061604.123101>
- Joshi, A. N., Baker, H. K., & Aggarwal, A. (2023). The Russia-Ukraine War's Impact on Stock Markets in Asia-Pacific, the United States, and Europe. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 16(31), 39–53. <https://doi.org/10.17015/ejbe.2023.031.03>
- Kaldor, M. (2010). Inconclusive Wars: Is Clausewitz Still Relevant in these Global Times? *Global Policy*, 1(3), 271–281. <https://doi.org/10.1111/j.1758-5899.2010.00041.x>
- Kamal, M. R., Ahmed, S., & Hasan, M. M. (2023). The impact of the Russia-Ukraine crisis on the stock market: Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102036. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102036>
- Kantchev, G., & Chaudhuri, S. (2023). *Russia Steps Up Economic War With West, Seizing Assets of Danone, Carlsberg—WSJ*. <https://www.wsj.com/articles/russia-steps-up-economic-war-with-west-seizing-assets-of-big-conglomerates-e592f137>
- Khudaykulova, M., Yuanqiong, H., & Khudaykulov, A. (2022). Economic Consequences and Implications of the Ukraine-Russia War. *International Journal of Management Science and Business Administration*, 8(4), 44–52. <https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.84.1005>
- Kiesel, F., & Kolaric, S. (2023). Should I stay or should I go? Stock market reactions to companies' decisions in the wake of the Russia-Ukraine conflict. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 89, 101862. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101862>
- Kim, J. B., Tseng, K., Wang, J. (Jeff), & Xi, Y. (2024). Policy uncertainty, bad news disclosure, and stock price crash risk. *Journal of Empirical Finance*, 78, 101512. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2024.101512>
- Klomp, J. (2020). The impact of Russian sanctions on the return of agricultural commodity futures in the EU. *Research in International Business and Finance*, 51, 101073. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101073>
- Klose, J. (2024). Empirical effects of sanctions and support measures on stock prices and exchange rates in the Russia–Ukraine war. *Global Finance Journal*, 59, 100925. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100925>
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Houghton Mifflin.
- Knowles, H. (2022, março 10). Russia says its businesses can steal patents from anyone in 'unfriendly' countries. *Washington Post*. <https://www.washingtonpost.com/business/2022/03/09/russia-allows-patent-theft/>
- Kovalenko, A. (2025). Seeking Corporate Legitimacy in Times of War. *Journal of Public Policy & Marketing*, 44(1), 81–99. <https://doi.org/10.1177/07439156241246729>
- KSE. (2024). *The List of Companies that Stopped or Still Working in Russia*. <https://leave-russia.org/?1650483096>
- Kumari, V., Hassan, M., & Pandey, D. K. (2024). Are high-income and innovative nations resilient to the Russia-Ukraine war? *International Review of Economics & Finance*, 93, 1268–1287. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.04.006>

- Kumari, V., Rai, V. K., & Pandey, D. K. (2023). Impacts of pandemic-related stimulus packages on the stock market: Evidence from India and the USA. *International Journal of Indian Culture and Business Management*, 29(2), 271–292. <https://doi.org/10.1504/IJICBM.2023.131442>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & vishny, robert w. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lee, H., Lektzian, D., & Biglaiser, G. (2023). The Effects of Economic Sanctions on Foreign Asset Expropriation. *Journal of Conflict Resolution*, 67(2–3), 266–296. <https://doi.org/10.1177/00220027221118250>
- Lewis, L., Unerman, J. (1999). Ethical relativism: A reason for differences in corporate social reporting? *Critical Perspectives on Accounting*, 10: 521–547. <https://doi.org/10.1006/cpac.1998.0280>
- Li, I. M., Levina, I., Kazun, A., & Yakovlev, A. (2020). Calling the cavalry: Firm-level investment in the face of decentralized expropriation. *Journal of Institutional Economics*, 16(4), 503–518. <https://doi.org/10.1017/S1744137420000028>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853–910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>
- Lindblom, C. K. (1994). *The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure*. Paper presented at Critical Perspectives on Accounting Conference, New York.
- Llop, R., Grasas, Á., Paassen, J. van, Rosés, L., & Araújo, M. S. (2017). O papel dos gestores atuais para sobreviver num ambiente VUCA. *Journal of Business and Legal Sciences / Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas*, 29, 007–033. <https://doi.org/10.26537/rebules.vi29.2900>
- Love, B. (2022, junho 16). Russian patents grab deemed ‘act of war’. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/1ee7a359-8561-4679-bc84-59f55157e9bd>
- Martinez-Blasco, M., Serrano, V., Prior, F., & Cuadros, J. (2023). Analysis of an event study using the Fama–French five-factor model: Teaching approaches including spreadsheets and the R programming language. *Financial Innovation*, 9(1), 76. <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00477-3>
- Martins, A. M., Correia, P., & Gouveia, R. (2023). Russia-Ukraine conflict: The effect on European banks’ stock market returns. *Journal of Multinational Financial Management*, 67, 100786. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2023.100786>
- Martins, A. M., & Moutinho, N. (2025). Stock-Term market impact of major cyber-attacks: Evidence for the ten most exposed insurance firms to cyber risk. *Finance Research Letters*, 71, 106361. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106361>
- Mathews, M. R. (2004). Developing a matrix approach to categorise the social and environmental accounting research literature. *Qualitative Research in Accounting & Management*, 1(1): 30–45. <https://doi.org/10.1108/11766090410816280>
- Matten, D., & Moon, J. (2008). “Implicit” and “Explicit” CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Review*, 33(2), 404–424. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.31193458>

- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340–363.
- Meyer, K., & Estrin, S. (2023). It's Hard to Say Goodbye: Managing Disengagement during Political Disruptions. *AIB Insights*, 23(2), 1–7. <https://doi.org/10.46697/001c.72023>
- Onopriienko, A., Shapoval, N., Ribakova, E., Hrybanovskyi, O., Rybalko, N., Hilgenstock, B., Pavytska, Y., & Bilousova, O. (2023). *Analysis of foreign business exits from Russia* (SSRN Scholarly Paper 4648135). <https://doi.org/10.2139/ssrn.4648135>
- ONU. (2022, abril 5). No Conselho de Segurança, Guterres alerta que conflito na Ucrânia empurra países para crise | ONU News. <https://news.un.org/pt/story/2022/04/1785212>
- ONU. (2025). Advancing a comprehensive, just and lasting peace in Ukraine: Resolution. <https://digitallibrary.un.org/record/4076672>
- Pajuste, A., & Toniolo, A. (2022). *Corporate Response to the War in Ukraine: Stakeholder Governance or Stakeholder Pressure?* (SSRN Scholarly Paper 4183604). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4183604>
- Pandey, D. K., Assaf, R., & Rai, V. K. (2023). Did the Indian stock market sail the Russia-Ukraine storm safely? *The Journal of Economic Asymmetries*, 28, e00319. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2023.e00319>
- Parodi, A., Marrow, A., Parodi, A., & Marrow, A. (2024, março 28). Foreign firms' losses from exiting Russia top \$107 billion. *Reuters*. <https://www.reuters.com/markets/europe/foreign-firms-losses-exiting-russia-top-107-billion-2024-03-28/>
- Rodrigues, D. R., Souza, A. C. M. de, & Mello, J. A. V. B. (2022). Assimetrias sociais, habitats de aprendizagem e capacitação para o Mundo VUCA. *Cidades. Comunidades e Territórios*, 44, Artigo 44. <https://journals.openedition.org/cidades/5634?lang=pt>
- Roudari, S., Ahmadian-Yazdi, F., Arabi, S. H., & Hammoudeh, S. (2023). Sanctions and Iranian stock market: Does the institutional quality matter? *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 919–935. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.03.006>
- Samuelson, P. A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41–49.
- Santos, S., Rodrigues, L. L., & Branco, M. C. (2022). Corporate sustainability of Portuguese seaports. *Journal of Cleaner Production*, 380, 135067. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.135067>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2023). *Research Methods for Business Students* (9th Edition). Pearson Education Limited.
- Schneider, G., & Troeger, V. E. (2006). War and the World Economy: Stock Market Reactions to International Conflicts. *Journal of Conflict Resolution*, 50(5), 623–645. <https://doi.org/10.1177/0022002706290430>
- Scott, W. R. (2008). Approaching adulthood: The maturing of institutional theory. *Theory and Society*, 37(5), 427–442. <https://doi.org/10.1007/s11186-008-9067-z>
- Serra, A. P. (2004). *Event Study Tests: A Brief Survey* (SSRN Scholarly Paper 1066816). <https://papers.ssrn.com/abstract=1066816>
- Seyfi, S., & Hall, C. M. (2020). Sanctions and tourism: Conceptualisation and implications for destination marketing and management. *Journal of Destination Marketing & Management*, 15, 100381. <https://doi.org/10.1016/j.jdmm.2019.100381>

- Singh, N., Sharma, L. S., & Aier, B. (2022). Russia-Ukraine Conflict: Insights on Implications of War for Businesses. *Journal of International Business and Economy*, 23(2), Artigo 2. <https://doi.org/10.51240/jibe.2022.2.4>
- Sonnenfeld, J., Tian, S., Zaslavsky, S., Bhansali, Y., & Vakil, R. (2022). It Pays For Companies To Leave Russia. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4112885>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Spence, M. (2002). Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. *American Economic Review*, 92(3), 434–459. <https://doi.org/10.1257/00028280260136200>
- Sroka, W., & Lőrinczy, M. (2015). The Perception of Ethics in Business: Analysis of Research Results. *Procedia Economics and Finance*, 34, 156-163. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01614-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01614-7)
- Tank, A., & Ospanova, A. (2022). Economic Impact of Russia -Ukraine War. *International Journal of Innovative Research in Science Engineering and Technology*, 11(4), 3345–3349. <https://doi.org/10.15680/IJRSET.2022.1104025>
- Thams, Y., & Dau, L. A. (2023). Do liberal and conservative-leaning CEOs approach de-internationalization differently? Zooming in on the onset of the 2022 Russia/Ukraine crisis. *Journal of World Business*, 58(5), 101475. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2023.101475>
- Tosun, O. K., & Eshraghi, A. (2022). Corporate decisions in times of war: Evidence from the Russia-Ukraine conflict. *Finance Research Letters*, 48, 102920. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102920>
- Tosun, O. K., Eshraghi, A., & Vigne, S. A. (2024). Firms Entangled in Geopolitical Conflicts: Evidence from the Russia-Ukraine War. *Journal of International Money and Finance*, 147, 103137. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103137>
- Tsougkou, E., Sykora, M., Elayan, S., Ifie, K., & Oliveira, J. S. (2025). Peace Brand Activism: Global Brand Responses to the War in Ukraine. *Journal of Public Policy & Marketing*, 44(1), 100–121. <https://doi.org/10.1177/07439156241289079>
- Uddin, M., Chowdhury, A., Anderson, K., & Chaudhuri, K. (2021). The effect of COVID – 19 pandemic on global stock market volatility: Can economic strength help to manage the uncertainty? *Journal of Business Research*, 128, 31–44. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.061>
- Umar, Z., Bossman, A., Choi, S.-Y., & Teplova, T. (2022). Does geopolitical risk matter for global asset returns? Evidence from quantile-on-quantile regression. *Finance Research Letters*, 48, 102991. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102991>
- Wadhwa, K., & Goodell, J. W. (2024). Political uncertainty and stock price crash risk: Insights from state-elections in an emerging market. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103419. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103419>
- Walker, K., Zhang, Z., & Ni, N. (Nina). (2019). The Mirror Effect: Corporate Social Responsibility, Corporate Social Irresponsibility and Firm Performance in Coordinated Market Economies and Liberal Market Economies. *British Journal of Management*, 30(1), 151–168. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12271>

- Webb, C. (2020). Re-examining the costs of sanctions and sanctions threats using stock market data. *International Interactions*, 46(5), 749–777. <https://doi.org/10.1080/03050629.2020.1788549>
- Witt, M. A., & Jackson, G. (2016). Varieties of Capitalism and institutional comparative advantage: A test and reinterpretation. *Journal of International Business Studies*, 47(7), 778–806. <https://doi.org/10.1057/s41267-016-0001-8>
- Yale. (2024). *Yale CELI List of Companies*. Yale Companies List. <https://www.yalerussianbusinessretreat.com>
- Yan, K. (2023). *What's in it for Me? Responses of the U.S. Firms to the 2022 Ukraine-Russia War* (SSRN Scholarly Paper 4445946). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4445946>
- Yan, S., Yao, X., & Ma, B. (2022). Chinese transnational corporations in the Ukraine crisis: Risk perception and mitigation. *Transnational Corporations Review*, 14(4), 371–381. <https://doi.org/10.1080/19186444.2022.2144082>
- Yang, A., & Taylor, M. (2015). Looking over, Looking out, and Moving Forward: Positioning Public Relations in Theorizing Organizational Network Ecologies. *Communication Theory*, 25(1), 91–115. <https://doi.org/10.1111/comt.12049>
- Yousaf, I., Patel, R., & Yarovaya, L. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict “black-swan” event: Evidence from event study approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100723. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100723>
- Zachosova, N., Kutsenko, D., & Kov, O. (2022). Strategy and Mechanism of Enterprises Financial and Economic Security Management in the Conditions of War, Industry 4.0 and BANI World. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 4(45), Artigo 45. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.4.45.2022.3819>
- Zahra, S. A. (2022). Institutional Change and International Entrepreneurship after the War in Ukraine. *British Journal of Management*, 33(4), 1689–1693. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12655>
- Zhao, Y. (2024). Retail shareholder activism and investment efficiency. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103148. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103148>
- Zheng, Y., & Deng, Y. (2024). Trade Sanctions and Supplier Stock Collapse. *Finance Research Letters*, 106562. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106562>

Apêndice A – Amostra selecionada para o estudo sobre a decisão corporativa

ID	Nº	Empresa	Indústria	Sede	Decisão	Data evento
1	1	Philip Morris	<i>Tobacco</i>	EUA	Permanecer	2022.03.09
4	2	PepsiCo	<i>Beverages - Non-Alcoholic</i>	EUA	Permanecer	2022.03.08
7	3	Nestlé	<i>Packaged Foods</i>	Suíça	Permanecer	2022.03.21
8	4	Metro AG	<i>Food Distribution</i>	Alemanha	Permanecer	2022.03.11
9	5	Procter & Gamble	<i>Household & Personal Products</i>	EUA	Permanecer	2022.03.07
10	6	Mondelez International	<i>Confectioners</i>	EUA	Permanecer	2022.02.24
11	7	AstraZeneca	<i>Drug Manufacturers - General</i>	Reino Unido	Permanecer	2022.03.11
12	8	Sanofi	<i>Drug Manufacturers - General</i>	França	Permanecer	2022.09.29
13	9	Schlumberger	<i>Oil & Gas Equipment & Services</i>	EUA	Permanecer	2022.03.18
14	10	Coca-Cola Hellenic Bottling Company	<i>Beverages - Non-Alcoholic</i>	Suíça	Permanecer	2022.03.09
17	11	L'Oréal	<i>Household & Personal Products</i>	França	Permanecer	2022.03.08
19	12	Krka	<i>Drug Manufacturers - Specialty & Generic</i>	Eslovênia	Permanecer	2022.03.16
20	13	Kimberly Clarke	<i>Household & Personal Products</i>	EUA	Permanecer	2022.03.09
21	14	Adobe Inc.	<i>Software - Infrastructure</i>	EUA	Permanecer	2022.03.04
22	15	AT&T Inc	<i>Telecom Services</i>	EUA	Permanecer	2022.03.01
25	16	Verizon	<i>Telecom Services</i>	EUA	Permanecer	2022.03.09
26	17	Wells Fargo	<i>Banks - Diversified</i>	EUA	Permanecer	2022.03.04
27	18	Engie	<i>Utilities - Diversified</i>	França	Permanecer	2022.03.02
29	19	Bayer	<i>Drug Manufacturers - General</i>	Alemanha	Permanecer	2022.03.04
30	20	Johnson&Johnson	<i>Drug Manufacturers - General</i>	EUA	Permanecer	2022.03.04
31	21	Abbott Laboratories	<i>Medical Devices</i>	EUA	Permanecer	2022.04.29
32	22	Pfizer	<i>Drug Manufacturers - General</i>	EUA	Permanecer	2022.03.14
33	23	Reckitt Benckiser	<i>Household & Personal Products</i>	Reino Unido	Permanecer	2022.04.13
34	24	Maire Tecnimont	<i>Engineering & Construction</i>	Itália	Permanecer	2022.05.11
35	25	AbbVie	<i>Drug Manufacturers - General</i>	EUA	Permanecer	2022.04.20
37	26	AmerisourceBergen Corporation	<i>Medical Distribution</i>	EUA	Permanecer	2022.03.09
40	27	Samsung	<i>Consumer Electronics</i>	Coreia do Sul	Permanecer	2022.03.04
42	28	Coca-Cola	<i>Beverages - Non-Alcoholic</i>	EUA	Permanecer	2022.03.08
43	29	LG Electronics	<i>Consumer Electronics</i>	Coreia do Sul	Permanecer	2022.03.19
44	30	Komatsu	<i>Farm & Heavy Construction Machinery</i>	Japão	Permanecer	2022.03.30
46	31	Citigroup	<i>Banks - Diversified</i>	EUA	Permanecer	2022.03.14
48	32	Saint-Gobain	<i>Building Products & Equipment</i>	França	Permanecer	2022.03.04
49	33	Philips	<i>Medical Devices</i>	Holanda	Permanecer	2022.03.03
50	34	Porsche	<i>Auto Manufacturers</i>	Alemanha	Permanecer	2022.03.03*
51	35	AMD	<i>Semiconductors</i>	EUA	Permanecer	2022.03.04
52	36	Bank of America	<i>Banks - Diversified</i>	EUA	Permanecer	2022.04.24
56	37	LVMH	<i>Luxury Goods</i>	França	Sair	2022.03.04
57	38	General Electric	<i>Aerospace & Defense</i>	EUA	Sair	2022.03.08
58	39	BMW Group	<i>Auto Manufacturers</i>	Alemanha	Sair	2022.03.01
59	40	Alibaba	<i>Internet Retail</i>	China	Sair	2022.03.06
60	41	Visa	<i>Credit Services</i>	EUA	Sair	2022.03.05
61	42	Danaher	<i>Diagnostics & Research</i>	EUA	Sair	2022.03.08
62	43	Amazon	<i>Internet Retail</i>	EUA	Sair	2022.03.10
63	44	Mastercard	<i>Credit Services</i>	EUA	Sair	2022.03.05
64	45	Adidas	<i>Footwear & Accessories</i>	Alemanha	Sair	2022.03.01
66	46	Sony	<i>Consumer Electronics</i>	Japão	Sair	2022.03.01
67	47	SAP	<i>Software - Application</i>	Alemanha	Sair	2022.03.02
68	48	Juniper Networks	<i>Communication Equipment</i>	EUA	Sair	2022.03.11
70	49	FedEx	<i>Integrated Freight & Logistics</i>	EUA	Sair	2022.03.04

71	50	eBay	Internet Retail	EUA	Sair	2022.03.05
72	51	Microsoft	Software - Infrastructure	EUA	Permanecer	2022.03.04
73	52	Honda	Auto Manufacturers	Japão	Sair	2022.03.03
74	53	DHL	Integrated Freight & Logistics	Alemanha	Sair	2022.03.02
75	54	Meta	Internet Content & Information	EUA	Sair	2022.02.26
76	55	PayPal	Credit Services	EUA	Sair	2022.03.05
77	56	Qualcomm	Semiconductors	EUA	Sair	2022.03.16
78	57	TSMC	Semiconductors	Taiwan	Sair	2022.02.27
79	58	Uniper SE	Utilities - Independent Power Producers	Alemanha	Sair	2022.03.07
80	59	Anheuser-Busch InBev	Beverages - Brewers	Bélgica	Permanecer	2022.03.04
82	60	Fortum	Utilities - Renewable	Finlândia	Permanecer	2022.03.03
83	61	Unilever	Household & Personal Products	Reino Unido	Permanecer	2022.03.08
86	62	Mazda	Auto Manufacturers	Japão	Sair	2022.03.02
87	63	Toyota	Auto Manufacturers	Japão	Sair	2022.03.03
88	64	Hyundai	Auto Manufacturers	Coreia do Sul	Sair	2022.12.18
89	65	BASF	Chemicals	Alemanha	Permanecer	2022.03.03
91	66	Kia	Auto Manufacturers	Coreia do Sul	Permanecer	2022.03.14
92	67	JPMorgan Chase & Co.	Banks - Diversified	EUA	Sair	2022.03.10
93	68	Dell	Computer Hardware	EUA	Sair	2022.03.01
94	69	Disney	Entertainment	EUA	Sair	2022.03.10
95	70	Intesa Sanpaolo	Banks - Regional	Itália	Permanecer	2022.03.04
96	71	Cisco	Communication Equipment	EUA	Sair	2022.03.03
97	72	Mitsubishi Motors Corporation	Auto Manufacturers	Japão	Permanecer	2022.03.01
98	73	Caterpillar	Farm & Heavy Construction Machinery	EUA	Sair	2022.03.09
99	74	IBM	Information Technology Services	EUA	Sair	2022.03.07
100	75	H&M	Apparel Manufacturing	Suécia	Sair	2022.03.02
101	76	Intel	Semiconductors	EUA	Sair	2022.03.03
102	77	HP Inc.	Computer Hardware	EUA	Sair	2022.03.01
103	78	Nike	Footwear & Accessories	EUA	Sair	2022.03.03
104	79	Netflix	Entertainment	EUA	Permanecer	2022.03.06
105	80	Salesforce	Software - Application	EUA	Sair	2022.03.07
106	81	Groupe Renault	Auto Manufacturers	França	Sair	2022.03.23
107	82	British American Tobacco	Tobacco	Reino Unido	Permanecer	2022.03.04
108	83	International Paper	Packaging & Containers	EUA	Sair	2022.03.11
109	84	McDonald's	Restaurants	EUA	Sair	2022.03.08
111	85	Carlsberg	Beverages - Brewers	Dinamarca	Sair	2022.03.09
112	86	Henkel	Household & Personal Products	Alemanha	Sair	2022.03.04
113	87	Imperial Brands plc	Tobacco	Reino Unido	Sair	2022.03.09
115	88	Mondi plc	Paper & Paper Products	Reino Unido	Permanecer	2022.03.09
117	89	Glencore International AG	Other Industrial Metals & Mining	Suíça	Sair	2022.03.30
118	90	Global Fashion Group	Apparel Retail	Luxemburgo	Permanecer	2022.03.08
119	91	Daimler Truck	Farm & Heavy Construction Machinery	Alemanha	Sair	2022.02.28*
121	92	Inchcape PLC	Auto & Truck Dealerships	Reino Unido	Permanecer	2022.02.28
122	93	Shell plc	Oil & Gas Integrated	Reino Unido	Sair	2022.02.28
123	94	Sylvamo	Paper & Paper Products	EUA	Sair	2022.03.02*
124	95	Enel	Utilities - Diversified	Itália	Sair	2022.03.17
125	96	Baker Hughes	Oil & Gas Equipment & Services	EUA	Sair	2022.03.19
126	97	Schneider Electric SE	Specialty Industrial Machinery	França	Sair	2022.02.24
127	98	Nokian Tyres plc	Auto Parts	Finlândia	Permanecer	2022.02.28
130	99	Volkswagen Group	Auto Manufacturers	Alemanha	Sair	2022.03.03
131	100	Bunge	Farm Products	EUA	Permanecer	2022.03.10
132	101	Inditex	Apparel Retail	Espanha	Sair	2022.03.05
133	102	Siemens AG	Specialty Industrial Machinery	Alemanha	Sair	2022.03.02

134	103	Ford Motor Company	<i>Auto Manufacturers</i>	EUA	Sair	2022.03.01
138	104	Kellogg's	<i>Packaged Foods</i>	EUA	Permanecer	2022.03.10
139	105	Accenture	<i>Information Technology Services</i>	Irlanda	Sair	2022.03.03
142	106	Volvo Cars	<i>Auto Manufacturers</i>	Suécia	Sair	2022.02.28*
144	107	Bridgestone Corporation	<i>Auto Parts</i>	Japão	Sair	2022.03.14
145	108	Nissan Motor Co.	<i>Auto Manufacturers</i>	Japão	Sair	2022.03.08
147	109	Compagnie Générale des Établissements Michelin	<i>Auto Parts</i>	França	Sair	2022.03.15
148	110	UPS	<i>Integrated Freight & Logistics</i>	EUA	Sair	2022.02.27
149	111	Honeywell	<i>Conglomerates</i>	EUA	Sair	2022.03.09
150	112	American Express	<i>Credit Services</i>	EUA	Sair	2022.03.06
151	113	Starbucks	<i>Restaurants</i>	EUA	Sair	2022.03.08
152	114	Alphabet Inc.	<i>Internet Content & Information</i>	EUA	Sair	2022.03.04
153	115	HSBC Holdings plc	<i>Banks - Diversified</i>	Reino Unido	Sair	2022.02.28
154	116	Grupo Mercedes-Benz	<i>Auto Manufacturers</i>	Alemanha	Sair	2022.03.02
155	117	Nvidia	<i>Semiconductors</i>	EUA	Sair	2022.03.08
156	118	Oracle Corporation	<i>Software - Infrastructure</i>	EUA	Sair	2022.03.02
157	119	Société Générale	<i>Banks - Regional</i>	França	Permanecer	2022.03.03
159	120	Apple Inc.	<i>Consumer Electronics</i>	EUA	Sair	2022.03.01
160	121	Stellantis	<i>Auto Manufacturers</i>	Holanda	Permanecer	2022.03.04

*Empresa excluída por falta de cotações nas datas dos eventos em análise.

Fonte: Ações corporativas publicadas pela KSE e YALE



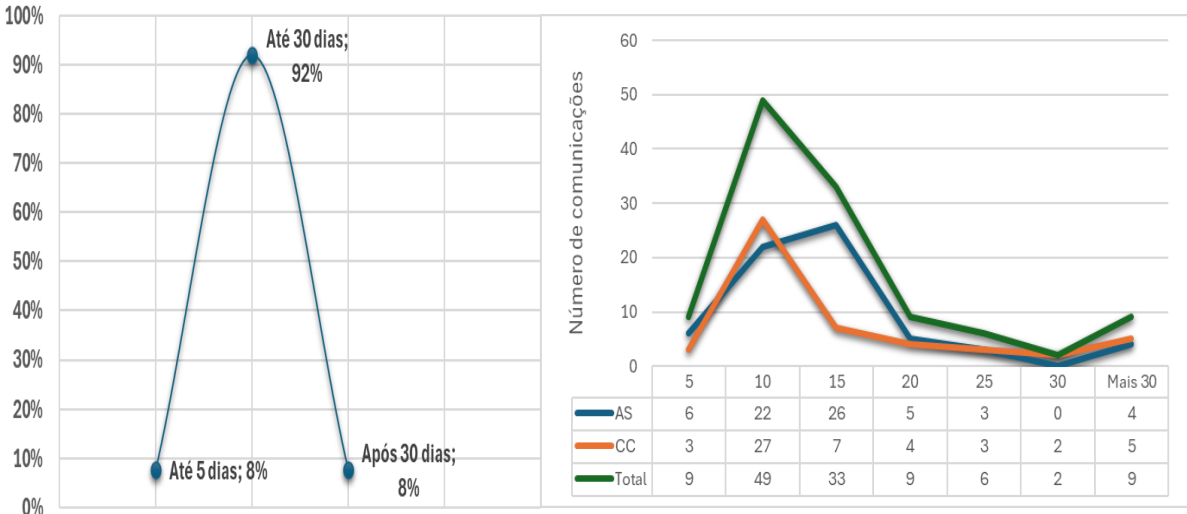
Apêndice B – Tipo de economia de mercado do país de origem

ID	Nº	Empresa	Sede	Tipo de economia do país de origem*
1	1	Philip Morris	EUA	AS
4	2	PepsiCo	EUA	AS
7	3	Nestlé	Suíça	CC
8	4	Metro AG	Alemanha	CC
9	5	Procter & Gamble	EUA	AS
10	6	Mondelez International	EUA	AS
11	7	AstraZeneca	Reino Unido	AS
12	8	Sanofi	França	CC
13	9	Schlumberger	EUA	AS
14	10	Coca-Cola Hellenic Bottling Company	Suíça	CC
17	11	L'Oréal	França	CC
19	12	Krka	Eslovénia	CC
20	13	Kimberly Clarke	EUA	AS
21	14	Adobe Inc.	EUA	AS
22	15	AT&T Inc	EUA	AS
25	16	Verizon	EUA	AS
26	17	Wells Fargo	EUA	AS
27	18	Engie	França	CC
29	19	Bayer	Alemanha	CC
30	20	Johnson&Johnson	EUA	AS
31	21	Abbott Laboratories	EUA	AS
32	22	Pfizer	EUA	AS
33	23	Reckitt Benckiser	Reino Unido	AS
34	24	Maire Tecnimont	Itália	CC
35	25	AbbVie	EUA	AS
37	26	AmerisourceBergen Corporation	EUA	AS
40	27	Samsung	Coreia do Sul	CC
42	28	Coca-Cola	EUA	AS
43	29	LG Electronics	Coreia do Sul	CC
44	30	Komatsu	Japão	CC
46	31	Citigroup	EUA	AS
48	32	Saint-Gobain	França	CC
49	33	Philips	Holanda	CC
50	34	Porsche	Alemanha	CC
51	35	AMD	EUA	AS
52	36	Bank of America	EUA	AS
56	37	LVMH	França	CC
57	38	General Electric	EUA	AS
58	39	BMW Group	Alemanha	CC
59	40	Alibaba	China	CC
60	41	Visa	EUA	AS
61	42	Danaher	EUA	AS
62	43	Amazon	EUA	AS
63	44	Mastercard	EUA	AS
64	45	Adidas	Alemanha	CC
66	46	Sony	Japão	CC
67	47	SAP	Alemanha	CC
68	48	Juniper Networks	EUA	AS
70	49	FedEx	EUA	AS
71	50	eBay	EUA	AS
72	51	Microsoft	EUA	AS
73	52	Honda	Japão	CC
74	53	DHL	Alemanha	CC
75	54	Meta	EUA	AS
76	55	PayPal	EUA	AS
77	56	Qualcomm	EUA	AS
78	57	TSMC	Taiwan	CC
79	58	Uniper SE	Alemanha	CC
80	59	Anheuser-Busch InBev	Bélgica	CC

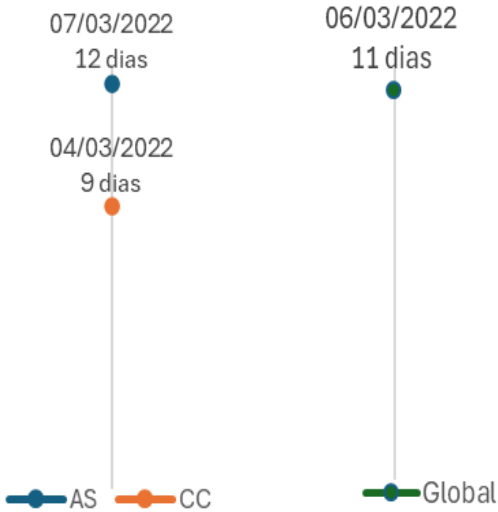
82	60	Fortum	Finlândia	CC
83	61	Unilever	Reino Unido	AS
86	62	Mazda	Japão	CC
87	63	Toyota	Japão	CC
88	64	Hyundai	Coreia do Sul	CC
89	65	BASF	Alemanha	CC
91	66	Kia	Coreia do Sul	CC
92	67	JPMorgan Chase & Co.	EUA	AS
93	68	Dell	EUA	AS
94	69	Disney	EUA	AS
95	70	Intesa Sanpaolo	Itália	CC
96	71	Cisco	EUA	AS
97	72	Mitsubishi Motors Corporation	Japão	CC
98	73	Caterpillar	EUA	AS
99	74	IBM	EUA	AS
100	75	H&M	Suécia	CC
101	76	Intel	EUA	AS
102	77	HP Inc.	EUA	AS
103	78	Nike	EUA	AS
104	79	Netflix	EUA	AS
105	80	Salesforce	EUA	AS
106	81	Groupe Renault	França	CC
107	82	British American Tobacco	Reino Unido	AS
108	83	International Paper	EUA	AS
109	84	McDonald's	EUA	AS
111	85	Carlsberg	Dinamarca	CC
112	86	Henkel	Alemanha	CC
113	87	Imperial Brands plc	Reino Unido	AS
115	88	Mondi plc	Reino Unido	AS
117	89	Glencore International AG	Suíça	CC
118	90	Global Fashion Group	Luxemburgo	CC
119	91	Daimler Truck	Alemanha	CC
121	92	Inchcape PLC	Reino Unido	AS
122	93	Shell plc	Reino Unido	AS
123	94	Sylvamo	EUA	AS
124	95	Enel	Itália	CC
125	96	Baker Hughes	EUA	AS
126	97	Schneider Electric SE	França	CC
127	98	Nokian Tyres plc	Finlândia	CC
130	99	Volkswagen Group	Alemanha	CC
131	100	Bunge	EUA	AS
132	101	Inditex	Espanha	CC
133	102	Siemens AG	Alemanha	CC
134	103	Ford Motor Company	EUA	AS
138	104	Kellogg's	EUA	AS
139	105	Accenture	Irlanda	AS
142	106	Volvo Cars	Suécia	CC
144	107	Bridgestone Corporation	Japão	CC
145	108	Nissan Motor Co.	Japão	CC
147	109	Compagnie Générale des Établissements Michelin	França	CC
148	110	UPS	EUA	AS
149	111	Honeywell	EUA	AS
150	112	American Express	EUA	AS
151	113	Starbucks	EUA	AS
152	114	Alphabet Inc.	EUA	AS
153	115	HSBC Holdings plc	Reino Unido	AS
154	116	Grupo Mercedes-Benz	Alemanha	CC
155	117	Nvidia	EUA	AS
156	118	Oracle Corporation	EUA	AS
157	119	Société Générale	França	CC
159	120	Apple Inc.	EUA	AS
160	121	Stellantis	Holanda	CC

*Classificação com base na abordagem dos diferentes tipos de economias de mercado (Hall & Soskice, 2001; Jackson & Apostolakou, 2010; La Porta et al., 1997, 1998; Matten & Moon, 2008; Witt & Jackson, 2016).

Apêndice C - Comunicação das empresas



Distribuição da comunicação das empresas da amostra
Fonte: Elaboração própria



Mediana da comunicação das empresas da amostra pelo tipo de economia de mercado
Fonte: Elaboração própria

Apêndice D – Amostra selecionada para o estudo da Retaliação Económica Russa

ID	Nº	Empresa*	Sede	Tipo de Economia de Mercado **	Data evento***
1	1	Philip Morris	EUA	AS	17.07.2023
4	2	PepsiCo	EUA	AS	17.07.2023
7	3	Nestlé	Suíça	CC	17.07.2023
8	4	Metro AG	Alemanha	CC	17.07.2023
9	5	Procter & Gamble	EUA	AS	17.07.2023
10	6	Mondelez International	EUA	AS	17.07.2023
11	7	AstraZeneca	Reino Unido	AS	17.07.2023
12	8	Sanofi	França	CC	17.07.2023
13	9	Schlumberger	EUA	AS	17.07.2023
14	10	Coca-Cola Hellenic Bottling Company	Suíça	CC	17.07.2023
17	11	L'Oréal	França	CC	17.07.2023
19	12	Krka	Eslovénia	CC	17.07.2023
20	13	Kimberly Clarke	EUA	AS	17.07.2023
21	14	Adobe Inc.	EUA	AS	17.07.2023
22	15	AT&T Inc	EUA	AS	17.07.2023
25	16	Verizon	EUA	AS	17.07.2023
26	17	Wells Fargo	EUA	AS	17.07.2023
27	18	Engie	França	CC	17.07.2023
29	19	Bayer	Alemanha	CC	17.07.2023
30	20	Johnson&Johnson	EUA	AS	17.07.2023
31	21	Abbott Laboratories	EUA	AS	17.07.2023
32	22	Pfizer	EUA	AS	17.07.2023
33	23	Reckitt Benckiser	Reino Unido	AS	17.07.2023
34	24	Maire Tecnimont	Itália	CC	17.07.2023
35	25	AbbVie	EUA	AS	17.07.2023
37	26	AmerisourceBergen Corporation	EUA	AS	17.07.2023
40	27	Samsung	Coreia do Sul	CC	17.07.2023
44	28	Komatsu	Japão	CC	17.07.2023
46	29	Citigroup	EUA	AS	17.07.2023
48	30	Saint-Gobain	França	CC	17.07.2023
49	31	Philips	Holanda	CC	17.07.2023
50	32	Porsche	Alemanha	CC	17.07.2023
52	33	Bank of America	EUA	AS	17.07.2023
83	34	Unilever	Reino Unido	AS	17.07.2023
95	35	Intesa Sanpaolo	Itália	CC	17.07.2023

* Empresas que à data do evento apresentavam como decisão “Permanecer”

** Classificação com base na abordagem dos diferentes tipos de economias de mercado (Hall & Soskice, 2001; Jackson & Apostolakou, 2010; La Porta *et al.*, 1997, 1998; Matten & Moon, 2008; Witt & Jackson, 2016).

** Data em que foi publicada a notícia do evento no *The Wall Street Journal* (Kantchev & Chaudhuri, 2023)