

Inflação: como o mercado reage diante das diferenças reais e nominais na informação contábil?

Isabelle Ribeiro Rodrigues

<https://orcid.org/0000-0002-5481-5083> | E-mail: isabelleribeirorodrigues@gmail.com

Gustavo Antonio Penissato

<https://orcid.org/0009-0006-8957-4749> | E-mail: gustavopessinato@yahoo.com.br

Rafael Antonio Moutinho

<https://orcid.org/0000-0002-1332-291> | E-mail: rafaelmoutinho@outlook.com

Ricardo Luiz Menezes da Silva

<https://orcid.org/0000-0001-5437-1657> | E-mail: rlms@fearp.usp.br

Eliseu Martins

<https://orcid.org/0000-0002-7652-7218> | E-mail: prof.eliseu.martins@gmail.com

Resumo

Objetivo: Este estudo investiga como o mercado de capitais brasileiro reage à diferença entre os lucros e patrimônios líquidos nominais divulgados e seus valores estimados, considerando um ajuste pela inflação publicamente disponível. Com a inflação, o lucro divulgado não representa o desempenho real das empresas. Assim, a qualidade e a comparabilidade contábil são afetadas, ao refletir transações de diferentes períodos com valores monetários distintos.

Método: Utilizando uma amostra de 37 empresas de capital aberto entre 2010 e 2016, avaliou-se a reação dos investidores a empresas mais ou menos expostas à inflação, com base nos retornos anormais acumulados, obtidos pelo método de estudo de evento. Análises de regressão foram conduzidas para investigar a relevância dos números contábeis.

Resultados: Os resultados indicam retornos anormais acumulados menores para as empresas com maiores diferenças entre os valores nominais e corrigidos, e sugerem que os números contábeis ajustados pela inflação podem ser mais relevantes para os investidores.

Contribuição: Este estudo contribui com a literatura do efeito inflacionário na contabilidade e suas implicações para os investidores do mercado de capitais no Brasil. Os números contábeis, mesmo em ambientes não hiperinflacionários como o Brasil, não estão livres das distorções inflacionárias.

Palavras-chave: inflação, correção monetária, relevância, retorno anormal, informação contábil.

1 Introdução

O método predominante de mensuração dos ativos e passivos das demonstrações contábeis é o custo histórico, com a inclusão de mudanças específicas de preços em determinados ativos e passivos (Whittington, 2015) como, por exemplo, instrumentos financeiros mensurados a valor justo. Em relação às variações gerais de preços, a atualização monetária é restrita às empresas que operam em economias hiperinflacionárias (Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], 2018). Nesse sentido, se o ambiente econômico não é considerado hiperinflacionário, as informações contábeis representam uma combinação de valores monetários de transações econômicas de diferentes datas, com valores de diferentes capacidades de poder de compra (Konchitchki, 2011, 2013).

A inflação tem consequências, e às vezes fortes, mesmo quando está baixa. A redução do poder de compra da moeda provoca aumento dos preços de insumos, lucros superestimados por subestimação de despesas, redução da quantidade de bens adquiridos pelo consumidor e redução da confiança sobre o conteúdo informacional da contabilidade (Bilgic et al., 2018). Também há subestimação de receitas, superestimação de receitas financeiras e superestimação das despesas dessa natureza, subestimação do ativo e do patrimônio líquido. Às vezes o lucro real é menor do que o nominal, e às vezes o contrário, conforme a estrutura patrimonial da empresa. Martins (2000) afirma que os desafios dos profissionais da contabilidade são a incorporação dos efeitos inflacionários e do custo de oportunidade para que o lucro reflita o desempenho real das empresas. No entanto, para o primeiro, já existem técnicas desenvolvidas e que foram mais intensamente debatidas a partir da década de 1970, principalmente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido (Whittington, 2015).

No Brasil, entre os anos de 1978 e 1995, as demonstrações contábeis das empresas eram elaboradas com a inclusão dos efeitos inflacionários de forma mais completa (Ambrozini, 2006; Batistella, 2011; Bernardo et al., 2001). De forma optativa, já existia a possibilidade da correção por índice oficial de preços, desde a Lei n.º 3.470 (1958). Mas diretamente contra o patrimônio líquido, com incidência de 10% de imposto sobre esse valor, e sem computar a correção para fins de depreciação fiscal. Em 1964, a Lei n.º 4.357 (1964) a tornou obrigatória para todas as empresas sujeitas ao imposto de renda, também contra o Patrimônio Líquido (PL), com o tributo em 5% ou substituído por compra de títulos do governo federal; e a depreciação passou a ser sobre o valor corrigido. Em 1968, foi publicado o Decreto-Lei n.º 401 (1968), que passou a permitir a dedutibilidade fiscal da Reserva de Manutenção do Capital de Giro para ajuste do lucro, por conta dos efeitos da inflação sobre os realizáveis e exigíveis a curto e longo prazo.

Somente com a Lei n.º 6.404 (1976) (Lei das Sociedades Anônimas) e com o Decreto-Lei n.º 1.598 (1977) é que se implantou, obrigatoriamente para fins societários e fiscais, o modelo de correção que, no fundo, juntava a legislação da correção do imobilizado com a reserva de manutenção do capital próprio. No início, o modelo de correção monetária vigente entre 1978 e 1985 determinava a atualização monetária do ativo permanente e do patrimônio líquido (itens não monetários), em contrapartida ao resultado do exercício (Sarquis et al., 2020). Dessa forma, a atualização monetária possibilitava a evidenciação do lucro em termos reais, demonstrando o desempenho efetivo da empresa (Martins, 2014). Após a adoção do Plano Real em 1994, a Lei n.º 9.249 (1995) proibiu qualquer sistemática de correção monetária. Mais tarde, em 2018, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis definiu a aplicação dos procedimentos de atualização monetária com a emissão do CPC 42 – Contabilidade em Economia Hiperinflacionária. Segundo essa norma, o ambiente econômico hiperinflacionário depende de algumas características, como, por exemplo, a taxa de inflação acumulada no triênio próxima de 100% (CPC, 2018).

Alguns estudos abordam os impactos da inflação sobre os indicadores contábeis (Gabriel, 2004; Gregorio, 2005; Kirkulak & Balsari, 2009; Melo et al., 2012; Salotti et al., 2006; Sarquis et al., 2020), sobre a comparabilidade das demonstrações contábeis (Souza et al., 2018) e sobre a distribuição de dividendos (Ambrozini, 2006). Os estudos também investigaram se os dados ajustados pela inflação são relevantes ao mercado no Zimbábue (Chamisa et al., 2018), na Turquia (Kirkulak & Balsari, 2009), em Gana (Appiah & Acheampong, 2019), no México (Gordon, 2001) e no Brasil (Batistella, 2011). Bilgic et al. (2018) trazem evidências de que o ambiente macroeconômico influencia a perda de relevância dos valores contábeis, ao avaliar o contexto hiperinflacionário e o efeito da crise global financeira sobre as empresas turcas. Há ainda indícios de que as diferenças entre os lucros nominais e corrigidos auxiliam na previsão do fluxo de caixa futuro das empresas, além de influenciar os preços, possibilitando aos investidores beneficiarem-se ao observar o impacto da inflação nas empresas (Konchitchki, 2011, 2013).

De maneira geral, o não reconhecimento dos efeitos inflacionários afeta a qualidade da informação e reduz a comparabilidade entre as empresas no mesmo momento e ao longo do tempo no caso de cada empresa, com o potencial de interferir nas decisões de gestores e usuários externos (Sarquis et al., 2020). Ao longo do tempo, os riscos inflacionários são importantes nas avaliações de desempenho das empresas, especialmente para os investidores em relação ao valor do capital investido (Appiah & Acheampong, 2019). Diante da materialidade dos efeitos inflacionários sobre a informação contábil, mesmo em períodos de “baixa inflação” (Sarquis et al., 2020) e do papel informacional da contabilidade em representar a realidade econômica das empresas, **este estudo analisa a reação do mercado de capitais brasileiro à diferença entre os lucros e patrimônios líquidos nominais divulgados e seus valores estimados, considerando um ajuste pela inflação publicamente disponível.**

Os objetivos específicos são: i) investigar se os investidores reagem às informações contábeis não ajustadas (nominais); ii) avaliar se as informações contábeis ajustadas pela inflação são relevantes para os investidores na avaliação das empresas; iii) investigar se as diferenças entre os valores contábeis ajustados pela inflação e os valores nominais reportados são relevantes para os investidores no mercado de ações, avaliando se as informações ajustadas proporcionam uma contribuição superior na percepção de relevância e na tomada de decisão; e iv) investigar se os investidores atribuem maior relevância às informações contábeis ajustadas pela inflação em empresas com maior exposição à inflação, avaliando se essa percepção varia de acordo com o grau de vulnerabilidade inflacionária de cada companhia.

O lucro líquido e o patrimônio líquido foram utilizados para avaliar a relevância da informação contábil conforme os estudos anteriores (Appiah & Acheampong, 2019; Batistella, 2011; Bilgic et al., 2018; Chamisa et al., 2018; Kirkulak & Balsari, 2009). Com o uso dos retornos anormais acumulados, pretende-se capturar as percepções dos investidores em relação às empresas mais ou menos expostas aos efeitos inflacionários, à medida que os investidores revisam suas expectativas empresariais (Konchitchki, 2011, 2013), considerando a inflação conhecida e os números contábeis divulgados. Dessa forma, este estudo contribui com os estudos das consequências da desconsideração dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras (Ambrozini, 2006; Batistella, 2011; Gabriel, 2004; Gregorio, 2005; Melo et al., 2012; Salotti et al., 2006; Sarquis et al., 2020; Souza et al., 2018), ao estudarem as reações do mercado diante da inflação.

Este estudo contribui de forma específica para a literatura, ao analisar a reação do mercado de capitais brasileiro às diferenças entre valores contábeis nominais e ajustados pela inflação, adotando uma abordagem empírica. Sua contribuição consiste em aprofundar o entendimento sobre a percepção e a utilização dessas informações pelos investidores, evidenciando a relevância dos ajustes inflacionários para uma avaliação mais precisa do desempenho econômico das empresas no contexto nacional.

No âmbito prático, os resultados oferecem subsídios para gestores e órgãos normativos, ao demonstrar que a apresentação de informações financeiras ajustadas pela inflação pode aumentar a transparência e melhorar a comparabilidade dos dados, especialmente em ambientes de instabilidade econômica. Além disso, fornecem-se *insights* valiosos para investidores e analistas de mercado, o que pode influenciar a elaboração de estratégias mais fundamentadas.

Por fim, os achados deste estudo reforçam a relevância de debates e possíveis avanços na formulação de normativas contábeis brasileiras relacionadas à inflação, contribuindo, assim, para o aprimoramento da governança e a transparência das informações contábeis.

2 Revisão de Literatura

2.1 A informação contábil e a correção monetária

No contexto dos negócios, é essencial que as demonstrações contábeis apresentem relevância e comparabilidade para garantir a utilidade das informações fornecidas aos usuários (CPC, 2019). As decisões de investimento e financiamento dos gestores são refletidas nas demonstrações contábeis; no entanto, a inflação pode ocasionar distorções nos números contábeis, prejudicando a análise econômica e a tomada de decisões (Salotti et al., 2006; Sarquis et al., 2020).

No Brasil, a correção monetária foi obrigatória na elaboração das demonstrações contábeis, em conformidade com a Lei n.º 6.404 (1976). Anos mais tarde, implementou-se o modelo de Correção Monetária Integral (CMI), reconhecendo a inflação em todos os itens da demonstração de resultados, em resposta a um cenário inflacionário extremo (Bernardo et al., 2001). A correção monetária integral (CMI) permitia uma maior clareza, ao expressar os saldos em moeda constante; entretanto, sua adoção ficou facultativa após 1995, conforme as normas regulatórias e diretrizes do mercado, sem imposição legal obrigatória. Atualmente, a opção está expressa na Resolução CVM n.º 157 (2022).

Em 2018, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis aprovou o CPC 42 (2018), que estabelece os procedimentos aplicáveis a entidades operando em economias hiperinflacionárias. A baixa adoção do CPC 42 no Brasil está relacionada ao fato de que, nos anos posteriores à sua emissão, a inflação não atingiu os níveis considerados como hiperinflação, conforme os critérios estabelecidos na norma. Dessa forma, a não implementação dos procedimentos previstos no CPC 42 não decorre necessariamente de uma inviabilidade técnica ou da ausência de sua aplicabilidade, mas, sim, do fato de que, na prática, o cenário econômico brasileiro não apresenta condições de hiperinflação que exijam tais procedimentos, desde a emissão da norma.

Esse contexto sugere que os parâmetros estabelecidos no CPC 42 (2018) para a adoção de correção monetária poderiam ser revisados ou adaptados, de forma a possibilitar sua aplicação em economias ou períodos caracterizados por inflação elevada, porém inferiores aos limites de hiperinflação. Uma revisão desses critérios, levando em consideração indicadores de desvalorização monetária mais baixos, ampliaria a pertinência e a aplicabilidade da norma, promovendo maior flexibilidade para sua adoção em diferentes contextos econômicos. Tal ajuste possibilitaria uma melhor adequação às condições de inflação de diversas realidades econômicas, facilitando sua implementação sem que seja imprescindível um cenário de hiperinflação.

2.2 Implicações da inflação nas informações contábeis: estudos anteriores

No contexto brasileiro, Sarquis et al. (2020) identificaram que a diferença média entre os indicadores de rentabilidade nominais e corrigidos referentes ao ROA – *Return on Assets* e ao ROE – *Return on Equity* foi de 59% e 44%, respectivamente. Os autores observaram diferenças significantes no custo da dívida e no grau de alavancagem, e constataram que, das 53 empresas estudadas entre 2010 e 2016, 75% distribuíram dividendos e juros sobre o capital próprio (JSCP) superiores ao que seria caso tivessem corrigido o lucro. Em média, a diferença entre o PL nominal e corrigido para o setor financeiro é de 7%, enquanto o setor de energia tem 183% comparativamente (Sarquis et al., 2020). Isso demonstra que os efeitos inflacionários atingem as empresas de forma muito diferenciada, conforme sua estrutura patrimonial. Outra diferença significativa mostrada no estudo é para o ROA: a diferença entre nominal e corrigido é de 229% em média para o setor de energia, enquanto para bens de consumo é de 27%. Dessa forma, os autores mostram que as diferenças entre valores corrigidos e nominais são, em média, significativas, mas dependem das empresas investigadas.

Seguindo a perspectiva dos efeitos do não reconhecimento da inflação, Salotti et al. (2020) concluíram que o setor econômico é relevante em um estudo entre 1996 e 2002, enquanto Ambrozini (2006) identificou que os setores com maior “ganho inflacionário” foram aqueles com maior distribuição de dividendos, em um estudo de empresas não financeiras de companhias abertas entre 1995 e 2004. Melo et al. (2012), ao analisar especificamente empresas distribuidoras de energia elétrica, destacam que, mesmo antes da adoção da ICPC 01 – Contratos de Concessão, essas empresas já utilizavam o custo de reposição na determinação das tarifas. Essa prática reforça a discussão sobre o problema do uso dos valores históricos dos ativos imobilizados, conforme apontado por Andrade (2010).

Esses estudos destacam a incompletude dos valores a custo histórico e que resultam em uma distorção nos valores e indicadores contábeis, mesmo que, nos períodos avaliados, não tenha havido um triênio com inflação acumulada de 100% (Melo et al., 2012; Sarquis et al., 2020). Além disso, as distorções, pelo não reconhecimento inflacionário, também afetam a comparabilidade da informação contábil (Ambrozini, 2006; Konchitchki, 2011; Souza et al., 2018). Souza et al. (2018) identificaram essa interferência na comparabilidade entre as empresas siderúrgicas e metalúrgicas, de 1996 a 2016. Por fim, os bancos também foram objeto de estudo do impacto da inflação nos indicadores e da comparabilidade da rentabilidade com outros setores (Gabriel, 2004; Gregorio, 2005). A estrutura patrimonial dos bancos, com menor participação de ativos permanentes (Gabriel, 2004), propicia “perdas” pela existência de ativos monetários maiores que os passivos monetários. Portanto, a inflação pode influenciar as decisões financeiras de uma empresa, como é o caso da escolha do custo de reposição para determinação das tarifas das distribuidoras de energia elétrica (Melo et al., 2012). Há também desafios ao usuário externo por possuir informações contábeis não corrigidas.

No cenário internacional, alguns estudos (Appiah & Acheampong, 2019; Bilgic et al., 2018; Chamisa et al., 2018; Gordon, 2001; Kirkulak & Balsari, 2009) avaliaram a relevância das informações contábeis ajustadas pela inflação, analisando a reação do mercado em países com economias hiperinflacionárias, como Gana (2007-2012), Turquia (1997-2012 e 2003), Zimbábue (2000-2005) e México (1989-1995). Esses estudos demonstraram que, mesmo nesses contextos extremos, as informações corrigidas influenciam significativamente as decisões dos investidores.

Ball e Brown (1968) realizaram um estudo pioneiro sobre a relevância das informações contábeis na formação dos preços de mercado, cuja lógica reforça que a utilidade das demonstrações financeiras é fundamental para a eficiência do mercado de capitais. Esse estudo apresentou uma evidência de que as informações contábeis são úteis para os investidores, uma vez que, se não houvesse conteúdo informativo, a divulgação do lucro não impactaria o volume ou as alterações de preços das ações (Scott, 2015). Para Whittington (2015), a pesquisa contábil tem evoluído para a compreensão dos efeitos das normas e como os diferentes métodos de mensuração devem ser aplicados para atender às diferentes necessidades informacionais dos usuários.

As decisões de investimento podem ser significativamente influenciadas pelos efeitos inflacionários sobre os fluxos de caixa operacionais, tema abordado por Konchitchki (2011, 2013). Em sua pesquisa, Konchitchki (2011) identificou uma relação positiva e estatisticamente significativa entre os ganhos inflacionários não reconhecidos e os fluxos de caixa operacionais futuros. Tais ganhos, resultantes de ativos imobilizados e estoques, traduzem-se em maiores fluxos de caixa no futuro, seja na utilização ou na venda desses ativos (Konchitchki, 2011). Contudo, esses ganhos correspondem à atualização monetária não reconhecida desde a data de aquisição, conforme Martins (2004) aponta em relação a ativos imobilizados. Nesse contexto, as evidências de retornos anormais observadas por Konchitchki (2011, p. 1078) indicaram que as informações ajustadas à inflação ainda não são totalmente incorporadas pelo mercado de ações norte-americano, mesmo em níveis de inflação considerados relativamente baixos, o que pode impactar o desempenho e os preços das ações. Posteriormente, Konchitchki (2013) constatou que estratégias de investimento baseadas em ajustes inflacionários produziram retornos anormais expressivos entre 1984 e 2012 no mercado de ações dos Estados Unidos, sugerindo que tal observação pode representar potenciais ganhos para investidores que considerem o impacto da inflação na avaliação de empresas.

No contexto brasileiro, observa-se uma escassez de estudos que investiguem como os efeitos inflacionários são incorporados pelos investidores nas suas análises. Batistella (2011) constatou que, entre 1996 e 2007, a utilização da correção monetária integral na apresentação das informações contábeis perdeu relevância em relação ao custo histórico nas empresas brasileiras. Além disso, há custos associados à obtenção e ao processamento do impacto da inflação nas demonstrações contábeis nominais divulgadas, especialmente em ambientes econômicos não hiperinflacionários (Konchitchki, 2011).

A literatura sobre *value relevance* fornece evidências de que a reação do mercado de ações às informações financeiras está relacionada de forma significativa com os preços das ações, destacando o conteúdo informacional dos números contábeis para a tomada de decisão (Scott, 2015; Whittington, 2015). Nesse contexto, estudos que adotam a abordagem de mensuração indicam que a simples atualização monetária dos números contábeis teria potencial para produzir informações mais úteis ao mercado, ao propiciar maior poder de previsão dos *stakeholders*, por meio da incorporação de valores em moeda corrente nas demonstrações financeiras, facilitando a avaliação do desempenho e do valor da empresa (Scott, 2015).

Portanto, considerando os efeitos corrosivos da inflação nos números contábeis e nos indicadores de análise das demonstrações contábeis (Sarquis et al., 2020), este estudo avança na compreensão de como os investidores reagem às empresas com diferentes exposições à inflação – uma informação publicamente disponível, porém não evidenciada nas demonstrações contábeis-financeiras brasileiras. Posto isso, **o objetivo deste artigo é investigar a relevância da diferença entre valores contábeis nominais e estimativas ajustadas pela inflação para a avaliação do mercado de capitais.**

2.3 Hipóteses de pesquisa

A literatura de *value relevance* fornece respaldo de que os investidores reagem às informações contábeis nominais, demonstrando uma relação significativa entre os números contábeis divulgados e os preços de mercado das ações (Scott, 2015; Whittington, 2015). Essa linha de pesquisa remonta ao estudo pioneiro de Ball e Brown (1968), o qual evidenciou que as informações contábeis possuem conteúdo informacional relevante e influenciam a formação dos preços de mercado, reforçando a hipótese de que os investidores reagem às informações financeiras, mesmo na sua forma não ajustada. Assim, há evidências empíricas sólidas de que o mercado valoriza e reage às demonstrações financeiras divulgadas (Barth et al., 2001), independentemente de ajustes ou técnicas específicas de mensuração. Nesse sentido, estabelece-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_1 : Os investidores reagem às informações contábeis nominais.

Estudos internacionais e nacionais indicam que informações contábeis ajustadas pela inflação aumentam a relevância das informações contábeis, impactando de forma significativa a reação do mercado de capitais (Appiah & Acheampong, 2019; Bilgic et al., 2018; Chamisa et al., 2018; Sarquis et al., 2020). Konchitchki (2011, 2013) reforça que as informações contábeis ajustadas à inflação — sobretudo os ganhos inflacionários não reconhecidos — possuem potencial de influenciar o preço das ações, demonstrando que os investidores reagem positivamente às informações que consideram mais relevantes, como ganhos e lucros que impactam indicadores de rentabilidade, ajustados pelos efeitos inflacionários. Diante dessas evidências, a segunda hipótese pode ser apresentada:

H2: Os investidores reagem às informações contábeis ajustadas pela inflação, adequando suas expectativas de retorno de acordo com a maior ou menor relevância dessas informações.

A reação prevista na H2 pode se manifestar de distintas maneiras, seja por aumentos ou reduções nas expectativas de retorno, a depender da interpretação de que os números ajustados refletem melhor o desempenho real da empresa ou preservam uma percepção distinta de risco. A hipótese 2, portanto, busca investigar essa variedade de respostas, sem presumir uma direção específica.

A literatura de *value relevance* indica que a incorporação de valores ajustados à inflação eleva o conteúdo informacional das demonstrações contábeis, ampliando seu potencial de previsão e utilidade para os investidores (Scott, 2015; Whittington, 2015). Em particular, o estudo de Kirkulak e Balsari (2009) mostrou empiricamente que os números contábeis ajustados pela inflação fornecem informações mais relevantes do que os números nominais, uma vez que refletem uma avaliação mais acertada do desempenho econômico e do valor das empresas. Assim, a comparação entre essas duas medidas de mesma natureza, porém distintas na forma de mensuração, permite conjecturar que os valores ajustados pela inflação oferecem uma visão mais alinhada à realidade financeira das companhias, aumentando sua importância para os investidores. Estudos empíricos também indicam que a simples atualização monetária das demonstrações pode ampliar a capacidade preditiva dessas informações (Konchitchki, 2011, 2013), reforçando a hipótese de que os números ajustados pela inflação são mais úteis para a tomada de decisão.

H₃: As informações contábeis com ajuste de inflação são mais relevantes para os investidores em relação às informações contábeis nominais.

Nesse sentido, a H₃ afirma que as informações ajustadas têm maior valor e utilidade para a tomada de decisão dos investidores em comparação às informações nominais. Por outro lado, a H₂ sugere que os investidores ajustam suas expectativas de retorno com base nas informações contábeis ajustadas pela inflação, reagindo às mudanças nesses dados. Em resumo, a H2 foca a reação do mercado às informações ajustadas, enquanto a H₃ destaca a maior relevância das informações ajustadas em relação às informações nominais.

Dados empíricos indicam que os efeitos inflacionários afetam as empresas de forma heterogênea, influenciando seus resultados conforme estruturas patrimoniais, setores de atuação e estratégias gerenciais (Melo et al., 2012; Sarquis et al., 2020). Como consequência, os investidores tendem a analisar essas diferenças, atribuindo maior ou menor peso às informações ajustadas à inflação, de acordo com o grau de exposição inflacionária de cada empresa.

Essa avaliação diferenciada impacta a percepção de desempenho, os riscos projetados e os retornos esperados, destacando a relevância de considerar, de forma individualizada, a vulnerabilidade de cada companhia aos efeitos inflacionários. Tal diferenciação é, portanto, essencial para uma avaliação mais precisa do valor e do desempenho das empresas no contexto econômico atual. Nesse contexto, apresenta-se a quarta e última hipótese:

H_4 : Os investidores diferenciam as empresas com base em sua exposição à inflação, atribuindo maior ou menor valor às informações ajustadas, conforme o grau de vulnerabilidade de cada uma aos efeitos inflacionários.

Embora a H_4 sugira que os investidores diferenciam as empresas com base na sua exposição à inflação, ainda há incertezas sobre como exatamente esses efeitos inflacionários são incorporados nas análises do mercado de ações. Não se sabe ao certo como o mercado incorpora os efeitos inflacionários em suas análises financeiras sobre o desempenho das empresas listadas na B3. Contudo, a ausência da análise da inflação pode resultar em consequências significativas para as decisões financeiras (Salotti et al., 2006; Sarquis et al., 2020).

Além disso, há estudos sobre o *value relevance* das informações contábeis corrigidas por meio da reação do mercado (Appiah & Acheampong, 2019; Batistella, 2011; Bilgic et al., 2018; Chamisa et al., 2018; Gordon, 2001; Kirkulak & Balsari, 2009). Dessa forma, este estudo parte da hipótese de que os investidores podem corrigir as informações contábeis ao analisarem as demonstrações financeiras.

A falta de clareza em definir quando uma economia se torna inflacionária impõe desafios práticos para as empresas, conforme apontado pelo *Staff Paper* do Iasb, que trouxe a IAS 29 – *Financial Reporting in Hyperinflationary Economies* para maior discussão entre os interessados.

Observa-se, ainda, que muitos países vivenciam um cenário de hiperinflação, o que reforça a necessidade de estudos sobre a incorporação dos efeitos inflacionários nas avaliações de mercado, ainda mais porque há riscos de perdas para investidores internacionais, embora eles não se preocupem tanto em avaliar os efeitos da inflação. Segundo Konchitchki (2011, 2013), mesmo em ambientes de baixa ou moderada inflação, os efeitos inflacionários não são plenamente considerados pelos investidores, o que pode expô-los a riscos de perdas não antecipadas, especialmente em contextos de instabilidade econômica ou mudanças regulatórias.

3 Metodologia

3.1 Definição da amostra

A amostra é composta pelas empresas abertas disponíveis na base de dados Melhores & Maiores da Revista Exame no período de 2010 a 2016. Esses dados foram obtidos de Sarquis et al. (2020), em que os autores aplicaram o modelo de correção monetária de balanços (CMB) em uma amostra de 53 empresas de oito setores. Segundo os autores, a aplicação do modelo de CMB decorre do seu método simplificado de cálculo e, para essa aplicação, utilizaram o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para o período, adotando a premissa de não inflação entre o início de 1996 e o início de 2010. Assim, o método CMB refere-se à atualização monetária do ativo permanente e do Patrimônio Líquido, de modo que o ajuste é contabilizado na Demonstração de Resultado do Exercício. Por simplificação, esse modelo não considera depreciações e amortizações subavaliadas no resultado.

As cotações das ações das empresas da amostra foram coletadas no Economática, permanecendo, na amostra final, apenas as ações com índice de liquidez¹ maior que 0,001 em 50% do período de 2011 a 2017 (Almeida, 2010; Silva & Nardi, 2014). Para empresas com ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) em circulação, selecionou-se a ação com maior liquidez no período. A amostra final resultou em 37 empresas de oito setores², conforme a Tabela 1.

¹ O índice de liquidez em bolsa considera a frequência de negociação e o volume de dinheiro da ação escolhida dentro do período determinado. Silveira (2002, como citado em Almeida, 2010) argumenta que a baixa liquidez da ação de uma empresa aumenta a probabilidade de que esse valor de mercado não representa a realidade da empresa, afetando os retornos das ações, assim como as associações dessas variáveis de mercado com as variáveis contábeis.

² Ver Tabela 7 no apêndice.

Tabela 1

Amostra final de empresas

Amostra inicial de acordo com Sarquis et al. (2020)	53
(-) Empresas sem negociação na B3 (Caixa Econômica, Cataguases e Nadir Figueiredo)	-3
(-) Não atende ao critério de liquidez para o período (Biosev, Bombril, CBD, Cia. de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira, CSN, Dohler, Fras-Le, Karsten, Metisa, Santander, TAESA e Via Varejo)	-12
(-) Não há indicador técnico (Magnesita)	
(=) Amostra Final	37

O lucro líquido, o patrimônio líquido e os indicadores nominais e corrigidos foram obtidos de Sarquis et al. (2020), de 2010 a 2016. Apuraram-se os seguintes indicadores: *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE) e o Grau de Alavancagem Financeira (GAF).

Em seguida, para cada ano do período analisado, as empresas foram organizadas em ordem crescente, conforme as diferenças percentuais (*Dif%* Abs), ou seja, conforme as diferenças em módulo entre os resultados nominais e os resultados corrigidos para cada item analisado. Após o ordenamento por ano e por indicador, as empresas foram separadas em quartis. O primeiro quartil da amostra é formado pelo grupo de empresas³ com as menores *Dif%*, enquanto no quarto quartil estão as empresas com as maiores *Dif%*. Inicialmente, por meio de análises gráficas, avaliou-se se a intensidade da distorção inflacionária (menor ou maior) produz efeitos distintos sobre o retorno anormal acumulado das empresas. O objetivo, nessa etapa, foi verificar a reação dos investidores especificamente à magnitude do impacto, independentemente de seu sinal. Em seguida, nas análises de regressão, as variáveis passaram a capturar não apenas a magnitude, mas também a direção do efeito, permitindo distinguir os casos de subestimação e superestimação da informação contábil nominal.

3.2 Estudo de evento

O estudo de evento foi aplicado em quatro etapas. Na **primeira etapa**, definiu-se o evento de interesse, que corresponde à data de divulgação das demonstrações contábeis, possibilitando ao investidor incorporar a inflação em suas avaliações. Essa pesquisa analisou a divulgação das demonstrações contábeis das empresas da Tabela 1, de 2011 a 2016. Considerando que as empresas divulgam suas demonstrações contábeis de janeiro a março, definiram-se duas janelas de evento: i) uma mais ampla, contemplando o primeiro trimestre após o exercício social em análise; ii) e outra mais restrita, abrangendo cinco dias antes e após a data de divulgação das demonstrações contábeis, ou data zero. O uso de janelas mais estreitas visa reduzir o impacto dos eventos específicos da empresa que afetam os retornos das ações além da divulgação das informações contábeis, enquanto janelas mais longas permitem analisar a associação entre os retornos e as informações divulgadas (Scott, 2015), ressaltando-se que diversos eventos podem influenciar os preços das ações.

³ Tanto o primeiro quanto o quarto quartil foram compostos por dez empresas. Excluíram-se as empresas que não possuíam a diferença percentual (*Dif%*) entre os valores nominais e corrigidos pela inflação calculados por Sarquis et al. (2020). Essa variação do número de empresas pode ser observada na Tabela 2.

Para isso, as datas de divulgação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) foram coletadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁴. De acordo com Campbell et al. (1997), o impacto econômico do evento pode ser mensurado por meio do comportamento das ações, o que pode ser estendido para a análise das demonstrações contábeis no contexto da inflação. Nesse sentido, *qual seria a reação dos investidores diante dos efeitos corrosivos da inflação nas demonstrações contábeis?*

Na **segunda etapa**, os retornos diários das ações foram calculados na seguinte fórmula:

$$R_i = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (1)$$

em que P_t é o preço da ação em t ; P_{t-1} é o preço da mesma ação em $t-1$; e R_i é o retorno da ação i . Esse cálculo foi aplicado para as empresas da amostra, além da carteira teórica do Ibovespa, que serviu como *benchmark* do retorno de mercado.

Na **terceira etapa**, aplicou-se o modelo de mercado com base em Campbell et al. (1997) para estimar os coeficientes α e β , por meio da associação entre o retorno das ações e o retorno da carteira de mercado. Para uma ação i , tem-se:

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \\ E[\varepsilon_{it}] &= 0 \\ \text{Var}[\varepsilon_{it}] &= \sigma_{\varepsilon_i}^2 \end{aligned} \quad (2)$$

em que R_{it} e R_{mt} são, respectivamente, os retornos da ação i e da carteira de mercado, ambos em t ; α_i , β_i e $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ são os parâmetros do modelo de mercado (Campbell et al., 1997). Os parâmetros são obtidos por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e, para aplicar a regressão, definiu-se a janela de estimação considerando 1.000 observações, aproximadamente, que antecede a janela de evento trimestral.

Em seguida, pode-se estimar o retorno anormal pela **quarta etapa** pela fórmula 3, em que AR_{it} é retorno anormal da ação i no dia t ; R_{it} é o retorno da ação i no dia t ; α_i e β_i são os parâmetros obtidos por meio do modelo de mercado; e R_{mt} é o retorno de mercado no dia t .

$$AR_i = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (3)$$

Para analisar os dados, a agregação dos retornos anormais foi realizada de acordo com Campbell et al. (1997):

$$DAR_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (4)$$

em que DAR_{it} é o *Daily Abnormal Returns*, que corresponde à média dos retornos anormais no período t . A acumulação dos retornos anormais também foi feita ao longo do tempo e por ação:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (5)$$

⁴ Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>.

CAR_i é o *Cumulative Abnormal Returns*, que permite a agregação do retorno anormal para múltiplos intervalos (Campbell et al., 1997; Silva & Nardi, 2014).

As quatro etapas descritas podem ser visualizadas na Figura 1.

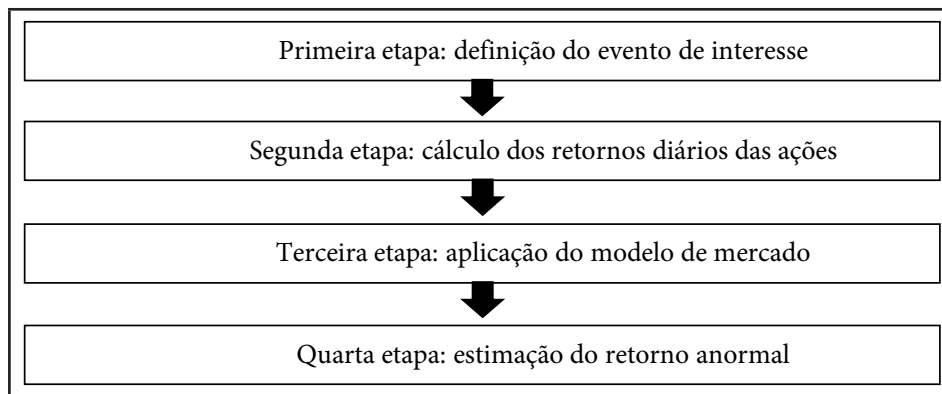


Figura 1. Quatro etapas para aplicar o estudo de evento (Campbell et al., 1997)

3.3 Modelos de regressão

Os modelos de regressão foram baseados na relação entre o *Cumulative Abnormal Returns* (CAR) e as variáveis de interesse (Blaufus et al., 2019; Gatzert & Heidinger, 2020; Holland et al., 2022; Horton & Serafeim, 2009). Esse modelo investiga se as variáveis de interesse explicam o CAR, pois o retorno pode refletir mudanças no preço das ações, decorrentes de novas informações ou de outros eventos que alteram o valor da empresa. As variáveis de interesse são descritas a seguir e correspondem aos números contábeis ajustados, ou não, pela inflação. Os números contábeis nominais ou reais podem fornecer informação para os investidores, e sua percepção pode refletir no retorno anormal das ações.

Os modelos baseiam-se em Kirkulak e Balsari (2009) e Chamisa et al. (2018), e são apresentadas nas Equações (1) e (2):

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{nominal\ it} + \beta_2 PLA_{nominal\ it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{corrigido\ it} + \beta_2 PLA_{corrigido\ it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

em que CAR corresponde ao retorno anormal acumulado para 90 dias após a data de divulgação das demonstrações contábeis; alternativamente, o CAR foi calculado para uma janela de 11 dias, abrangendo 5 dias antes e 5 dias após a data de divulgação das demonstrações contábeis da empresa i ; $LPA_{nominal}$ corresponde ao lucro por ação em termos nominais; $PLA_{nominal}$ corresponde ao patrimônio líquido por ação em termos nominais; $LPA_{corrigido}$ corresponde ao lucro por ação corrigido; $PLA_{corrigido}$ corresponde ao patrimônio líquido por ação corrigido; AGE é a idade do ativo, medida pela relação imobilizado líquido e imobilizado bruto, sendo que, quanto mais próximo de 1, mais novo é o ativo (Chen & Gao, 2012; Jung et al., 2018; Schneider, 2011); $SIZE$ é o logaritmo natural do ativo total (Appiah & Acheampong, 2019); LEV corresponde ao total de dívidas pelo ativo total (Appiah & Acheampong, 2019).

A Equação 1 foi utilizada para testar a Hipótese 1, que verifica se os investidores reagem às informações contábeis nominais, por meio dos coeficientes β_1 e β_2 associados às variáveis de lucro e patrimônio líquido nominais. Por sua vez, a Equação 2 foi aplicada para avaliar a Hipótese 2, referente à reação dos investidores às informações contábeis ajustadas pela inflação, considerando os coeficientes β_1 e β_2 correspondentes às variáveis corrigidas, o que indica a maior ou menor relevância dessas informações na formação das expectativas de retorno.

Para testar a Hipótese 3, que afirma que as informações contábeis com ajuste de inflação são mais relevantes que as nominais, foi utilizado o teste de Wald para comparar estatisticamente os coeficientes dos modelos que utilizam os números nominais e os ajustados pela inflação. Assim, verifica-se se há diferenças estatisticamente significativas entre os coeficientes de lucro e patrimônio líquido nas versões nominal e real, indicando se os efeitos estimados de, por exemplo, lucro nominal e lucro real, são significativamente distintos. Essa análise permite determinar qual dessas versões dos números contábeis possui maior peso na avaliação do mercado.

Em seguida, pode-se avaliar as diferenças entre os números corrigidos e nominais (Chamisa et al., 2018; Kirkulak & Balsari, 2009), ilustrado pelo modelo 3, em que $LPA_{\text{nominal-corrigido}}$ corresponde à diferença entre o lucro nominal e corrigido por ação; e $PLA_{\text{nominal-corrigido}}$ corresponde à diferença entre o patrimônio líquido nominal e corrigido por ação. Os valores de lucros por ação e patrimônio líquido por ação foram ajustados pelo preço da ação no início do ano fiscal da empresa para mitigar os efeitos de escala, conforme o estudo de Chamisa et al. (2018).

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{\text{nominal-corrigido } it} + \beta_2 PLA_{\text{nominal-corrigido } it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Para testar a Hipótese 4, que propõe que os investidores diferenciam as empresas com base na sua exposição à inflação, foi utilizado o Modelo 3 de regressão, no qual as variáveis independentes correspondem às diferenças entre os números contábeis nominais e corrigidos por ação. Especificamente, considerou-se a variável $LPA_{\text{nominal-corrigido}}$, que representa a diferença entre o lucro por ação nominal e o lucro por ação corrigido pela inflação, e a variável $PLA_{\text{nominal-corrigido}}$, que representa a diferença entre o patrimônio líquido por ação nominal e o patrimônio líquido por ação corrigido.

A análise consiste em regressões do retorno anormal acumulado (CAR) tanto na janela ampla (90 dias) quanto na janela estreita (10 dias), incluindo essas diferenças como variáveis explicativas para verificar se há um efeito de exposição à inflação na reação do mercado. Dessa forma, espera-se observar que, quanto maiores as diferenças entre os valores nominais e corrigidos, menor tende a ser o retorno anormal, indicando que os investidores distinguem as empresas de acordo com sua vulnerabilidade inflacionária.

A partir desses modelos, as suposições inerentes à análise de regressão múltipla (linearidade, homocedasticidade dos erros, normalidade da distribuição dos erros e multicolinearidade) foram examinadas (Fávero & Belfiore, 2017; Hair et al., 2009). Aplicou-se o teste de Shapiro-Francia, rejeitando-se a hipótese de normalidade.

Alguns dos modelos⁵ apresentaram problemas de heterocedasticidade dos erros, adotando-se, nesses casos, a estimação com erros-padrão robustos de Huber-White. O *Variance Inflation Factor* (VIF) médio foi de 2,28 (modelo 1) e de 4,0 (modelo 2), o que indica a ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, exceto no modelo 3 (VIF médio de 15,60), em que a diferença entre o lucro e a diferença entre o patrimônio, nominal e real, tiveram VIF individual superior a 37. Assim, para o modelo 3, foram conduzidas análises com base nessas variáveis, individualmente, tanto para a janela de 90 dias quanto para a de 11 dias, utilizando as mesmas variáveis de controle.

⁵ Ver as notas das tabelas dos modelos de regressão na seção de análise.

Os testes para especificação do modelo de Ramsey e o *link* teste (Fávero & Belfiore, 2017) não indicaram problemas de omissão de variáveis relevantes. Nos modelos (1) e (2), houve problemas de autocorrelação dos erros. A ausência de autocorrelação de primeira ordem foi rejeitada a 10% e a 5%, respectivamente, pelo teste de Wooldridge de correlação serial. Uma das opções viáveis de correção dos erros consiste na aplicação do método de Newey-West; porém, este é válido apenas para grandes amostras (Gujarati & Porter, 2011). Considerando a pequena amostra de 37 empresas deste estudo, optou-se pela não apresentação dos resultados a partir desse método, entretanto, não foram observadas alterações qualitativas significativas nos resultados.

Conforme explicam Fávero e Belfiore (2017), o teste LM de Breush-Pagan verifica se existem diferenças significativas entre as empresas da amostra – hipótese nula é de variância igual a zero, portanto, método *POLS* (*Pooled Ordinary Least Squares*), e, como hipótese alternativa, o método de efeitos aleatórios. Por outro lado, o teste F de Chow verifica se os efeitos individuais das empresas são iguais a zero, e a rejeição dessa hipótese indicaria o uso do método de efeitos fixos. Ambos os testes indicam a rejeição a 1% da hipótese nula nos modelos analisados, de forma que a aplicação do teste de Hausman não se mostrou necessária. Assim, esses testes indicaram o método *POLS* para estimação dos parâmetros dos modelos.

4 Análise dos Resultados

Na Figura 2, apresentam-se os gráficos dos retornos anormais acumulados (CAR) para o período de três meses, janeiro a março, no ano de 2017. As empresas do 4º quartil apresentaram CAR inferiores às empresas do 1º quartil em relação ao patrimônio líquido (em 2011, 2013, 2016 e 2017), ao lucro (em 2017), ao ROA (em 2012, 2013, 2015), ao ROE (em 2011, 2012, 2013, 2015) e ao GAF (em 2011, 2015, 2016 e 2017). Em geral, os gráficos do lucro foram semelhantes ao gráfico (e) da Figura 2, enquanto os demais indicadores e patrimônio líquido apresentaram o comportamento mais similar aos gráficos (b) e (d). Assim, observou-se tanto a variação na composição dos dois grupos de maior (4º quartil) e menor (1º quartil) diferença entre os valores nominais e corrigidos, quanto os distintos comportamentos do CAR no período analisado de três meses.

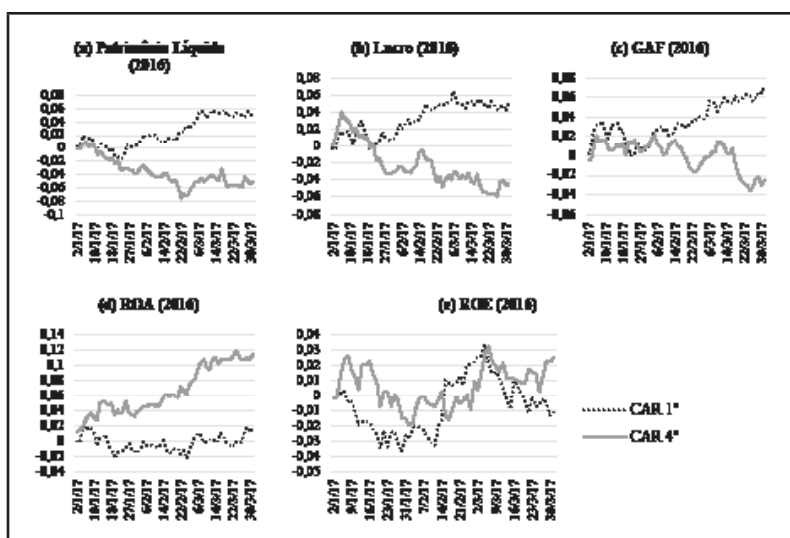


Figura 2. Gráficos do CAR de 3 meses em 2017 em relação às informações contábeis de 2016

Nota: a linha pontilhada (.....) corresponde ao CAR (retorno anormal acumulado) das empresas do 1º quartil, aquelas com menor diferença entre os valores nominais e corrigidos, enquanto a linha contínua (—) ao CAR das empresas do 4º quartil (maior diferença).

4.1 Estatística Descritiva

Na Tabela 2, apresentam-se as estatísticas descritivas dos valores nominais e corrigidos, assim como a diferença em percentuais (Dif%) do patrimônio líquido e lucro líquido. No período analisado, os valores corrigidos foram crescentes, em média, do patrimônio líquido, assim como ocorre com o ativo permanente (resultados não apresentados). Por exemplo, o ativo permanente nominal (ativo permanente corrigido) médio foi de 14.555.115 (15.381.757, Δ 5,68%) em 2010, enquanto, em 2016, foi de 22.425.580 (32.602.939, Δ 45,38%).

Ressalta-se que, em média, indicadores de rentabilidade (ROA e ROE) são menores quando considerados os efeitos inflacionários a partir de 2010, conforme simplificação adotada por Sarquis et al. (2010). Além disso, por tratar-se de uma média de oito setores econômicos, os resultados não expressam as peculiaridades de cada empresa, seja pelo tipo de investimento em ativos de curto e longa duração, seja pela relação entre os ativos monetários e não monetários (Gelbcke et al., 2018).

Tabela 2

Estatísticas descritivas do patrimônio e lucro líquido

Amostra	Ano	n	Valores Nominais		Valores Corrigidos		Diferença absoluta (%)	
			Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão
Patrimônio Líquido	2010	36	18.111.360	53.344.150	18.883.135	56.224.170	6,4%	11,9%
	2011	36	19.832.654	57.468.069	21.706.253	64.655.604	8,8%	6,0%
	2012	37	19.765.620	56.766.654	22.722.868	68.543.214	13,7%	9,4%
	2013	37	20.704.654	59.796.977	25.013.492	77.398.783	18,6%	12,7%
	2014	37	20.838.223	54.887.242	26.631.311	78.131.196	22,3%	15,0%
	2015	37	19.795.429	47.786.486	28.332.247	81.771.431	36,1%	31,9%
	2016	37	20.749.596	48.815.295	30.919.824	88.403.399	45,5%	46,5%
Lucro Líquido	2010	36	2.410.657	6.629.452	2.350.876	7.169.501	25,7%	37,7%
	2011	36	2.425.052	6.362.997	2.346.264	6.953.365	33,8%	58,6%
	2012	37	1.709.020	4.918.695	1.669.635	5.700.222	30,1%	46,6%
	2013	37	1.977.478	5.486.435	2.041.465	6.728.680	47,9%	147,9%
	2014	37	1.041.074	5.903.333	1.158.166	3.742.107	26,2%	27,7%
	2015	37	584.212	8.477.830	993.621	4.714.551	86,3%	204,1%
	2016	37	1.392.849	5.044.365	1.640.827	3.484.446	62,5%	135,2%

Notas: dados de Sarquis et al. (2020). Esses valores correspondem à amostra de 37 empresas deste artigo. A diferença absoluta foi calculada a partir do módulo entre os números contábeis nominais e os corrigidos.

Na Tabela 3, são apresentados a média e o desvio-padrão das variáveis deste estudo. O retorno anormal acumulado médio, na janela ampla de 90 dias, foi negativo em 2011 (-2,88%), 2014 (-4,52%), 2015 (-5,21%) e 2016 (-0,38%). Enquanto na janela curta de 10 dias (5 dias antes e após a data de divulgação das demonstrações contábeis), o retorno anormal acumulado médio foi negativo em 2014 (-0,13%) e 2016 (-0,63%). A idade do ativo de 0,6 média total indica que aproximadamente 40% do ativo imobilizado bruto das empresas já foram depreciados. Já a variável Leverage de 0,265 aponta que, em média, as empresas da amostra possuem um total de dívidas em relação ao ativo total de aproximadamente 26%.

Tabela 3

Média e desvio-padrão das variáveis dependentes, independentes e de controle

Variáveis		Média (desvio-padrão)						
Ano de reação	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total
CAR 90	-0,0288 (0,0996)	0,0618 (0,114)	0,0332 (0,1317)	-0,0452 (0,1905)	-0,0521 (0,1755)	-0,0038 (0,177)	0,0389 (0,1711)	-0,0288 (0,0996)
CAR 10	0,0026 (0,0541)	0,0174 (0,0558)	0,0204 (0,0594)	-0,0013 (0,0727)	0,0056 (0,0654)	-0,0063 (0,1176)	0,0229 (0,0908)	0,0026 (0,0541)
LPA nominal	2,467 (2,48)	2,606 (2,72)	1,904 (2,97)	1,857 (2,84)	1,923 (3,03)	1,173 (4,11)	2,805 (8,21)	2,093 (4,24)
LPA corrigido	2,249 (2,16)	2,357 (2,33)	1,708 (2,79)	1,685 (2,93)	1,745 (2,64)	0,977 (3,8)	2,698 (7,58)	1,906 (3,92)
PLA nominal	17,147 (19,05)	18,391 (19,15)	18,146 (19,16)	18,492 (19,81)	19,033 (20,25)	19,719 (20,16)	20,752 (24,7)	18,849 (20,24)
PLA corrigido	17,791 (19,73)	19,836 (20,59)	20,339 (21,22)	21,528 (22,81)	22,94 (24,14)	25,819 (25,89)	27,675 (30,3)	22,397 (23,82)
Dif LPA	0,217 (0,66)	0,25 (0,74)	0,196 (0,8)	0,173 (0,92)	0,178 (0,98)	0,196 (1,88)	0,107 (1,14)	0,187 (1,09)
Dif PLA	-0,644 (0,86)	-1,444 (1,83)	-2,194 (2,78)	-3,036 (3,99)	-3,906 (5,3)	-6,1 (8,04)	-6,923 (9,36)	-3,548 (5,9)
Age	0,616 (0,16)	0,618 (0,15)	0,613 (0,16)	0,611 (0,15)	0,59 (0,14)	0,591 (0,14)	0,566 (0,15)	0,6 (0,15)
Leverage	0,22 (0,17)	0,241 (0,17)	0,265 (0,17)	0,267 (0,17)	0,268 (0,17)	0,295 (0,19)	0,292 (0,18)	0,265 (0,17)
Size	15,898 (2,05)	16,046 (2,03)	16,04 (2,01)	16,144 (2,01)	16,203 (1,99)	16,34 (1,99)	16,353 (2,0)	16,152 (1,99)

Notas: Em parênteses o desvio-padrão (σ). A quantidade de empresas por ano foi 33 (para 2011 e 2012), 36 (para 2013 e 2014) e 37 (para os anos 2015, 2016 e 2017), totalizando 249 observações.

A matriz de correlação de Pearson para as variáveis dos modelos de regressão foi elaborada, mas não está reportada neste artigo. Os lucros por ação, nominal e corrigido, apresentam correlações positivas e estatisticamente significativas ($p < 0.01$, exceto LPA nominal com CAR 90, em que $p < 0.05$) com os retornos acumulados anormais, com uma correlação aproximada de 35% para a janela estreita (CAR 10). O patrimônio líquido por ação, nominal e corrigido, também apresenta correlações positivas e significativas estatisticamente com os retornos anormais, apresentando maiores correlações também na janela estreita. Os resultados de correlação indicam que as variáveis de diferença entre o lucro e entre o patrimônio líquido, nominal e real, são altamente correlacionadas (0,985), indicando problemas de multicolinearidade para a análise de regressão do modelo 3. Em relação às variáveis de controle (*Age*, *Leverage* e *Size*), apenas o tamanho da empresa, *Size*, calculado pelo logaritmo natural do ativo total, apresentou correlação estatisticamente significativa (0,11, $p < 0.10$) com os retornos anormais acumulados da janela ampla (CAR 90).

4.2 A reação do mercado às diferenças entre o lucro e o patrimônio líquido nominal e corrigido

A Tabela 4 apresenta os resultados das regressões dos modelos 1 e 2, aplicados aos retornos anormais acumulados nas janelas ampla (CAR 90) e estreita (CAR 10), respectivamente.

O lucro por ação nominal (LPA nominal) foi negativo e estatisticamente significativo ($p < 0.01$) para o modelo 1 (-0,012), enquanto o patrimônio líquido por ação nominal (PLA nominal) foi positivo e significativo em ambos os modelos (modelo 1: 0,0025 e modelo 2: 0,0013, $p < 0.01$). Resultados semelhantes foram observados para as variáveis corrigidas: o LPA corrigido foi negativo e significativo (-0,0134, $p < 0.01$) apenas para o modelo 1, e o PLA corrigido foi positivo e significativo nos dois modelos (modelo 1: 0,002 e modelo 2: 0,0009, $p < 0.01$).

Isso indica que os investidores reagem às informações nominais, exceto pelo LPA nominal para o modelo 2, corroborando parcialmente a **hipótese 1**. As informações contábeis corrigidas também se mostraram relevantes, exceto o LPA corrigido no modelo 2, permitindo aceitar parcialmente a **hipótese 2**.

As abordagens de *value relevance* comparam a capacidade das informações contábeis a custo histórico e ajustados pela inflação em explicar os preços e os retornos das ações, seja de forma relativa (comparação dos poderes explicativos dos modelos), seja de forma incremental (com a inclusão de uma variável refletindo as diferenças entre os lucros nominais e corrigidos), o que permite analisar a relevância das informações contábeis (Appiah & Acheampong, 2019; Batistella, 2011; Chamisa et al., 2018).

Neste estudo, levando em consideração o coeficiente de determinação, observa-se que a capacidade explicativa do LPA e do PLA corrigidos foi levemente superior aos números contábeis nominais. O R^2 foi de 10,47% no modelo 1, em contraposição a 10,33% dos números contábeis nominais, enquanto no modelo 2 o R^2 ajustado foi de 15,32% comparado a 15,26% dos números nominais. Esses resultados são semelhantes aos estudos anteriores de retornos de ações (Appiah & Acheampong, 2019; Gordon, 2001), que identificam maior poder explicativo para os dados ajustados pela inflação.

No entanto, os resultados de Chamisa et al. (2018) evidenciam poder explicativo menor para os dados ajustados pela inflação, em um contexto do Zimbábue, no qual as informações a custo histórico e ajustadas pela inflação foram autorizadas a serem publicadas conjuntamente, contrariando o estabelecido pelo IAS 29⁶. Do ponto de vista incremental, os autores identificaram que há conteúdo informacional relevante nas diferenças entre os nominais e corrigidos, reforçando o caráter complementar dos dois valores, uma conclusão semelhante à de outros autores (Appiah & Acheampong, 2019; Kirkulak & Balsari, 2009).

⁶ A norma IAS 29 – *Financial Reporting in Hyperinflationary Economies* serviu de base para a elaboração do CPC 42 – Contabilidade em Economia Hiperinflacionária, aprovado no Brasil em 7 de dezembro de 2018. Chamisa et al. (2018) ressalta que o IAS 29 proíbe a divulgação de demonstrações contábeis a custo histórico em contextos de alta inflação.

Tabela 4

Resultados das regressões para os modelos 1 e 2

Variáveis	Modelo (1)		Modelo (2)	
	CAR 90		CAR 10	
LPA nominal	-0,012*** (0,001)		-0,0030 (0,002)	
PLA nominal	0,0025*** (0,000)		0,0013*** (0,000)	
LPA corrigido		-0,0134*** (0,001)		-0,0031 (0,003)
PLA corrigido		0,002*** (0,000)		0,0009*** (0,000)
Age	0,0180 (0,06)	0,0191 (0,06)	0,0239 (0,033)	0,0239 (0,033)
Leverage	-0,0720 (0,069)	-0,0730 (0,069)	-0,0516* (0,028)	-0,0528* (0,028)
Size	0,0079* (0,004)	0,0078* (0,004)	-0,0010 (0,002)	-0,0010 (0,002)
Constante	-0,1270 (0,086)	-0,1259 (0,086)	0,0194 (0,045)	0,0196 (0,045)
N.º obs.	249	249	249	249
F(5, 243)	127,77	149,18	9,94	9,98
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000
R²	10,33%	10,47%	16,97%	17,03%
R ² ajustado			15,26%	15,32%
Root Mse	0,15279	0,15268	0,07107	0,07104

Notas: *** 1%; ** 5%; * 10%. Para o modelo 1, devido a problemas de heterocedasticidade dos erros, foram utilizados erros-padrão robustos de White nas análises de regressão.

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de Wald. No modelo 1, a diferença entre os coeficientes de lucro por ação nominal e corrigido foi estatisticamente significativa a 1% apenas para os retornos anormais acumulados na janela ampla de 90 dias (CAR 90), indicando que o lucro corrigido é importante para as avaliações dos investidores das empresas da amostra. Entretanto, esse resultado não se aplica para a janela estreita de 10 dias (CAR 10) e, também, não se aplica para o patrimônio líquido. Dessa forma, os resultados não corroboram com a hipótese 3, de que as informações contábeis corrigidas são mais relevantes. Apesar do maior poder explicativo dos modelos corrigidos (R^2 do modelo 1 foi de 10,47% e do modelo 2 de 17,03%) em relação aos modelos nominais (R^2 do modelo 1 foi de 10,33% e do modelo 2 de 16,97%), os coeficientes entre os dois modelos não são diferentes estatisticamente pelo teste de Wald, sinalizando que os investidores podem não incorporar a inflação em suas avaliações das empresas da amostra.

Tabela 5

Teste Wald dos coeficientes de lucro e do patrimônio líquido

LPA nominal/LPA corrigido	T	Graus de liberdade	p-valor
Modelo 1	12,1831	496	0,00***
Obs: $H_{\text{alternativa}}(\text{diff}(\beta_{\text{nominal}} - \beta_{\text{corrigido}}) > 0)$			
Modelo 2	0,3883	496	0,35
Obs: $H_{\text{alternativa}}(\text{diff}(\beta_{\text{nominal}} - \beta_{\text{corrigido}}) > 0)$			
PLA nominal/PLA corrigido	T	Graus de liberdade	p-valor
Modelo 1	42,7919	496	1,00
Obs: $H_{\text{alternativa}}(\text{diff}(\beta_{\text{nominal}} - \beta_{\text{corrigido}}) > 0)$			
Modelo 2	16,6809	496	1,00
Obs: $H_{\text{alternativa}}(\text{diff}(\beta_{\text{nominal}} - \beta_{\text{corrigido}}) > 0)$			

Notas: *** 1%; ** 5%; * 10%. No modelo 1, os retornos anormais acumulados correspondem à janela ampla de 90 dias (CAR90), enquanto no modelo 2 correspondem à janela estreita de 10 dias (CAR10); ambos foram utilizados como variáveis dependentes nas análises de regressão apresentadas na Tabela 4.

Na Tabela 6, são apresentados os resultados das análises de regressão para o modelo 3, no qual são consideradas as diferenças entre o lucro e o patrimônio líquido por ação, tanto nominal quanto corrigido. Os resultados evidenciam que, quanto maiores as diferenças entre os lucros e o patrimônio líquido, ou seja, para as empresas mais expostas aos efeitos inflacionários, menores tendem a ser os retornos anormais acumulados. Isso se verifica tanto para a janela ampla (CAR 90) quanto para a janela estreita (CAR 10), evidenciando que as empresas são distinguíveis pelos investidores conforme a sua exposição pela inflação, o que corrobora com a **hipótese 4** deste estudo.

Tabela 6

Resultados das regressões para o modelo 3

Variáveis	Modelo (3)		Modelo (3)	
	CAR 90		CAR 10	
Dif LPA	-0,0284*** (0,007)		-0,0212*** (0,003)	
Dif PLA		-0,002*** (0)		-0,0015*** (0)
Age	0,0113 (0,07)	0,0149 (0,071)	0,0198 (0,032)	0,0226 (0,033)
Leverage	-0,0769 (0,061)	-0,0683 (0,061)	-0,0602** (0,028)	-0,0538* (0,028)
Size	0,0089* (0,005)	0,0085* (0,005)	-0,0005 (0,002)	-0,0008 (0,002)
Constante	-0,1325 (0,097)	-0,1323 (0,098)	0,0184 (0,045)	0,0184 (0,045)
N.º obs.	249	249	249	249
F(5, 243)	5,76	5,45	12,92	12,18
Prob > F	0,0002	0,0003	0	0
R ²	8,63%	8,20%	17,48%	16,65%
R ² ajustado	7,14%	6,69%	16,13%	15,28%
Root Mse	0,15392	0,15429	0,0707	0,07106

Notas: *** 1%; ** 5%; * 10%.

5 Considerações Finais

As demonstrações contábeis em economias consideradas não hiperinflacionárias apresentam uma combinação de valores monetários resultantes de transações econômicas de diferentes períodos. O desempenho evidenciado não representa o desempenho real das empresas. Estudos anteriores indicaram que a qualidade e a comparabilidade da informação contábil são afetadas (Gabriel, 2004; Gregorio, 2005; Salotti et al., 2006; Sarquis et al., 2020; Souza et al., 2018). Distorções significativas nos indicadores financeiros, mesmo em períodos considerados de baixa inflação, têm potencial danoso para a tomada de decisões dos gestores e dos usuários da informação contábil (Salotti et al., 2006; Sarquis et al., 2020). Nesse sentido, considerando a informação publicamente disponível da inflação, bem como os números contábeis divulgados, este estudo teve por objetivo investigar como o mercado reage diante das diferenças reais e nominais do lucro e do patrimônio líquido de empresas brasileiras.

Os dados obtidos de Sarquis et al. (2020) resultam da aplicação do Modelo de Correção Monetária Brasileira (CMB), vigente entre 1978 e 1995, no qual se atualiza o ativo permanente e o patrimônio líquido para uma amostra de 53 empresas de capital aberto disponíveis na base de dados das Melhores & Maiores da Revista Exame no período de 2010 a 2016. A amostra final deste estudo foi de 37 empresas de oito setores econômicos. Os resultados indicam que, em termos de poder explicativo dos modelos, as informações contábeis corrigidas foram mais relevantes que os números nominais para os retornos anormais acumulados, embora a diferença entre os R^2 seja de pequena magnitude. Embora a variação observada no poder explicativo, medida pelo aumento do R^2 , seja de magnitude pequena, ela indica uma tendência consistente de que as informações contábeis ajustadas pela inflação apresentam maior relevância na explicação dos retornos anormais. Essa constatação sugere que, mesmo em ambientes de impacto inflacionário relativamente menor, a consideração desses efeitos pode contribuir para uma compreensão mais aprofundada das reações do mercado às variáveis contábeis.

Por sua vez, na avaliação das diferenças entre o lucro e o patrimônio líquido por ação, os resultados indicam que, quanto maior a diferença entre os valores nominais e corrigidos, menor tende a ser o retorno anormal acumulado. Essas evidências indicam que as empresas são distinguíveis pelos investidores conforme a sua exposição à inflação.

Espera-se que os resultados desta pesquisa sejam úteis para os investidores do mercado de capitais, uma vez que é analisada a reação do mercado de capitais diante do efeito do ajuste inflacionário. Em específico, este estudo evidenciou que, mesmo em uma economia não hiperinflacionária, os investidores são capazes de distinguir entre empresas mais expostas às distorções causadas pelo efeito inflacionário. Esta pesquisa pode também ser útil para os demais usuários das demonstrações financeiras interessados em analisar os efeitos da inflação nos números contábeis.

Este estudo pode ser de interesse de reguladores e normatizadores que estão interessados em conhecer o impacto do ajuste inflacionário para os usuários das demonstrações financeiras, principalmente considerando um ambiente como o brasileiro, que não possui economia hiperinflacionária; contudo, com a instabilidade e a crise econômica dos últimos anos, tem experimentado períodos com inflação relativamente alta (acima de dois dígitos). A principal limitação do estudo é o número relativamente baixo de empresas analisadas e algumas simplificações que foram necessárias para a aplicação do modelo CMB, que no original considera as depreciações e amortizações subavaliadas no período. Recomenda-se como proposta de pesquisa futura aplicar o CMB para mais empresas abertas de forma mais completa e por um período maior.

Ainda para pesquisas futuras, pode-se considerar períodos de maior inflação – que foram desconsiderados na análise atual –, para avaliar os efeitos desse aspecto na relevância das informações contábeis em ambientes de inflação significativa. Além disso, diante do escopo e das limitações deste estudo, recomenda-se que estudos posteriores considerem períodos mais recentes, atualizando as bases de dados e ampliando a análise para diferentes setores. Essa ampliação permitirá verificar a consistência das conclusões apresentadas e contribuirá para uma compreensão mais abrangente dos efeitos da inflação na qualidade informacional e na relevância das demonstrações contábeis. Assim, estudos longitudinais e comparativos poderão fornecer mais subsídios para a formulação de recomendações aos normatizadores, reguladores e demais usuários das informações contábeis, promovendo o aperfeiçoamento das práticas de reporte em ambientes de inflação. Ademais, sugere-se que futuras pesquisas abordem, de maneira mais aprofundada, o impacto das perdas por *impairment* e suas reversões, previstas no CPC 01, avaliando como esses efeitos influenciam a qualidade e a relevância das informações contábeis.

Referências

- Almeida, J. E. F. de. (2010). Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos [Universidade de São Paulo]. Em *www.teses.usp.br*. <https://doi.org/10.11606/T.12.2010.tde-29112010-182706>
- Ambrozini, M. A. (2006). O impacto do fim da correção monetária no resultado das companhias brasileiras de capital aberto e na distribuição de dividendos: Estudo empírico no período de 1996 a 2004 [Universidade de São Paulo]. Em *www.teses.usp.br*. <https://doi.org/10.11606/D.96.2006.tde-05012007-170944>
- Andrade, M. E. M. C. (2010). *Contabilização dos contratos de concessões* [Mestrado em Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/D.96.2010.tde-10122010-085124>
- Appiah, K. O., & Acheampong, O. (2019). Has traditional accounting information lost its relevance? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(3), 554–570. <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2016-0037>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Batistella, F. D. (2011). Reavaliação de ativos e correção monetária integral no Brasil: Um estudo de value relevance [Universidade de São Paulo]. Em *Www.teses.usp.br*. <https://doi.org/10.11606/T.12.2011.tde-01092011-202250>
- Bernardo, M. S., Tachibana, W. K., & Martin, N. C. (2001). The evolution of monetary correction in Brazil and its effects in the financial statement from 1929 to 2000. *Accounting History International Conference*, 1–23.
- Bilgic, F. A., Ho, S., Hodgson, A., & Xiong, Z. (2018). Do Macro-economic Crises Determine Accounting Value Relevance? *Accounting in Europe*, 15(3), 402–422. <https://doi.org/10.1080/17449480.2018.1514123>
- Blaufus, K., Möhlmann, A., & Schwäbe, A. N. (2019). Stock price reactions to news about corporate tax avoidance and evasion. *Journal of Economic Psychology*, 72(August 2018), 278–292. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2019.04.007>

- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & Mackinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press.
- Chamisa, E., Mangena, M., Pamburai, H. H., & Tauringana, V. (2018). Financial reporting in hyperinflationary economies and the value relevance of accounting amounts: Hard evidence from Zimbabwe. *Review of Accounting Studies*, 23(4), 1241–1273. <https://doi.org/10.1007/s11142-018-9460-4>
- Chen, L. H., & Gao, L. S. (2012). The Pricing of Climate Risk. *SSRN Electronic Journal*, 12(2), 115–131. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1940727>
- Comitê De Pronunciamentos Contábeis [CPC]. (2018). *CPC 42 Contabilidade Em Economia Hiperinflacionária* (p. 1–7).
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC]. (2019). *CPC 00 (R2) Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro. Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – Conceptual Framework* (p. 62). <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>
- Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, Altera a legislação do imposto sobre a renda. (1977). https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del1598.htm
- Decreto-Lei Nº 401, de 30 de Dezembro de 1968: Altera Dispositivos Da Legislação Do Imposto de Renda e Dá Outras Providências. (1968). <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1960-1969/decreto-lei-401-30-dezembro-1968-376454-publicacaooriginal-1-pe.html>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de Análise de Dados -Estatística e Modelagem Multivariada com Excel, SPSS e Stata*. <http://dergipark.gov.tr/cumusosbil/issue/4345/59412>
- Gabriel, F. (2004). O impacto do fim da correção monetária na rentabilidade e adequação de capital dos bancos no Brasil [Universidade de São Paulo]. Em *Www.teses.usp.br* (Vol. 2004). <https://doi.org/10.11606/D.12.2004.tde-16032012-193430>
- Gatzert, N., & Heidinger, D. (2020). An Empirical Analysis of Market Reactions to the First Solvency and Financial Condition Reports in the European Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 87(2), 407–436. <https://doi.org/10.1111/jori.12287>
- Gelbcke, E. R., Santos, A. dos, Iudícibus, S. de, & Martins, E. (2018). *Manual de Contabilidade aplicável a todas as Sociedades: De acordo com as normas internacionais e do CPC* (Atlas, Org.).
- Gordon, E. A. (2001). Accounting for Changing Prices: The Value Relevance of Historical Cost, Price Level, and Replacement Cost Accounting in Mexico. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 177–200. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00008>
- Gregorio, J. (2005). Análise comparativa da rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil no período de 1997 a 2004 [Universidade de São Paulo]. Em *Www.teses.usp.br*. <https://doi.org/10.11606/D.12.2005.tde-13062006-100404>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (AMGH Editora Ltda, Org.; 5 ed.).
- Hair, J. F. Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). Análise Multivariada de Dados. Em *Bookman*.
- Holland, K., Lindop, S., & Abdul Wahab, N. S. (2022). How Do Managers and Shareholders Respond to Taxation? An Analysis of the Introduction of the UK Real Estate Investment Trust Legislation. *Abacus*, 58(2), 334–364. <https://doi.org/10.1111/abac.12239>
- Horton, J., & Serafeim, G. (2009). Market reaction to and valuation of IFRS reconciliation adjustments: First evidence from the UK. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 725–751. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9108-5>

- Jung, J., Herbohn, K., & Clarkson, P. (2018). Carbon Risk, Carbon Risk Awareness and the Cost of Debt Financing. *Journal of Business Ethics*, 150(4), 1151–1171. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3207-6>
- Kirkulak, B., & Balsari, C. K. (2009). Value Relevance of Inflation-adjusted Equity and Income. *International Journal of Accounting*, 44(4), 363–377. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2009.09.007>
- Konchitchki, Y. (2011). Inflation and Nominal Financial Reporting: Implications for Performance and Stock Prices. *The Accounting Review*, 86(3), 1045–1085. <https://doi.org/10.2308/accr.00000044>
- Konchitchki, Y. (2013). Accounting and the Macroeconomy: The Case of Aggregate Price-Level Effects on Individual Stocks. *Financial Analysts Journal*, 69(6), 40–54. <https://doi.org/10.2469/faj.v69.n6.3>
- Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958: Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências., No. 3470 (1958). https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3470.htm
- Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964: Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. (1964). https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4357.htm
- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: Dispõe sobre as Sociedades por Ações. (1976). https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm
- Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995: Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. (1995). https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm
- Martins, E. (2000). Avaliação de empresas: Da mensuração contábil à econômica. *Caderno de Estudos FIPECAFI*, 13(24), 28–37.
- Martins, E. (2004). Um pouco da origem do modelo de correção monetária brasileiro. *IOB – Informações Objetivas*.
- Martins, E. (2014). Inflação: Inimigo Mortal da Contabilidade. *Revista FIPECAFI*, 52.
- Melo, S. de, Martins, E., Nagai, C., Amaral, J. V., & Salotti, B. M. (2012). Demonstrações Contábeis sem Efeitos Inflacionários: Uma Abordagem Relativa às Empresas Distribuidoras de Energia Elétrica. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 15(2).
- Resolução CVM n.º 157, de 23 de junho de 2022: Dispõe sobre os procedimentos a serem observados para a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante, entre outros. (2022). <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol157.html>
- Salotti, B. M., Lima, G. A. S. F. de, Corrar, L. J., Yamamoto, M. M., & Malacrida, M. J. C. (2006). Um estudo empírico sobre o fim da correção monetária integral e seu impacto na análise das.pdf. *UNB Contábil*, 9(2), 189–221.
- Sarquis, R. W., Flores, E. da S., Bittar-Godinho, D. de F., & Martins, E. (2020). *Inflação: Se eu não a vejo na contabilidade, não existe?* 1(30-04-2021), 108–126.
- Schneider, T. E. (2011). Is Environmental Performance a Determinant of Bond Pricing? Evidence from the U.S. Pulp and Paper and Chemical Industries*. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1537–1561. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01064.x>
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory* (Seventh edition). Pearson.
- Silva, R. L. M. da, & Nardi, P. C. C. (2014). Demonstrações Contábeis No Brasil Após Adoção Do Cpc 13: Reação Do Mercado De Ações. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 362–385. <https://doi.org/10.14392/asaa.2014070303>

Souza, W. R. S., Peters, M., Silva, A. F. da, & Antunes, M. T. P. (2018). Twenty-one years without monetary correction in Brazil: Impacts on the comparability of the accounting information of siderurgical and metallurgical companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 355–374. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805790>

Whittington, G. (2015). Measurement in Financial Reporting: Half a Century of Research and Practice. *Abacus*, 51(4), 549–571. <https://doi.org/10.1111/abac.12061>

Apêndice

Tabela 7

Amostra final: empresas e seus respectivos setores

Setor	Empresas
Autoindústria	Embraer, Iochpe-Maxion, Mahle Metal Leve, Marcopolo e Randon
Bens de Consumo	BRF, Cremer, JBS, M. Dias Branco e Natura
Energia	Centrais Elétricas Brasileiras, CTEEP, Petróleo Brasileiro e São Martinho
Financeiro	Banco do Brasil, Bradesco e Itaú
Serviços	BM&FBovespa, Cielo, CVC Brasil, Localiza Rent a Car, Multiplan e Valid Soluções
Siderurgia e Metalurgia	Ferbasa, Paranapanema, Tupy e Usiminas
Têxteis	Alpargatas, Grendene, Guararapes e Hering
Varejo	Arezzo, B2W, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Marisa e Renner

Fonte: dados de Sarouis et al. (2020)