



University of
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Universitário Santo Agostinho



revistafsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 21, n. 12, art. 2, p. 24-50, Dez. 2024

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

<http://dx.doi.org/10.12819/2024.21.12.2>

DOAJ DIRECTORY OF
OPEN ACCESS
JOURNALS

WZB
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung



A Relação Entre a Surpresa nos Lucros e o Retorno das Ações de Crescimento/Valor: Uma Análise Considerando Distintos Setores

The Relationship Between Earnings Surprise and Returns of Growth/Value Stocks: A Sectorial Analysis

Flávia Vital Januzzi

Doutora em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais
Professora da Universidade Federal de Juiz de Fora/ FACC-UFJF
e-mail: flavia_januzzi@yahoo.com.br/flavia.januzzi@ufjf.br

Larissa Prazeres Bresciani de Fontan Pereira

Graduação em Administração pela Universidade Federal de Juiz de Fora/FACC
e-mail: larissa.bresciani@estudante.ufjf.br

Rafael Altoé Frossard

Doutorado em Administração/Universidade Federal do Espírito Santo
Mestre em Administração/Universidade Federal de Juiz de Fora
e-mail: rafa10altoe@gmail.com

Eliane da Silva Christo

Doutora em Engenharia Elétrica pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Professora da Universidade Federal de Juiz de Fora/ FACC-UFJF
e-mail: eliane.christo@ufjf.br

Endereço: Flávia Vital Januzzi

Campus Universitário, Rua José Lourenço Kelmer, s/n - São Pedro, Juiz de Fora - MG, 36036-900, Brasil.

Endereço: Larissa Prazeres Bresciani de Fontan Pereira

Campus Universitário, Rua José Lourenço Kelmer, s/n - São Pedro, Juiz de Fora - MG, 36036-900, Brasil.

Endereço: Rafael Altoé Frossard

Avenida Fernando Ferrari 514 - Campus Goiabeiras - CCJE - Goiabeiras, Vitória - ES, 29075-910, Brasil.

Endereço: Eliane da Silva Christo

Campus Universitário, Rua José Lourenço Kelmer, s/n - São Pedro, Juiz de Fora - MG, 36036-900, Brasil.

Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar Rodrigues

Artigo recebido em 26/09/2024. Última versão recebida em 17/10/2024. Aprovado em 18/10/2024.

Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review (avaliação cega por dois avaliadores da área).

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação



RESUMO

O *post-earnings announcement drift* (PEAD), ou surpresa nos lucros, tem ganhado cada vez mais relevância em estudos acadêmicos, por sinalizar como o mercado interpreta a publicação de dados contábeis. O objetivo geral deste estudo é o de averiguar se em diferentes setores econômicos os investidores de ações de crescimento/valor listadas na B3 tendem a subestimar as informações inesperadas positivas, enquanto superestimam ou analisam equilibradamente as inesperadas informações negativas. Como método, foi empregada a regressão em painel considerando a presença de efeitos fixos ou aleatórios, a depender dos resultados dos testes. Concluiu-se que o efeito de dados contábeis inesperados seria mais eminentemente preponderante nas empresas de valor (empresas de alto *book-to-market*), ainda não tão estabelecidas no mercado ou com problemas financeiros (que justificaria um valor de mercado mais baixo) ou aquelas que o mercado subavalia, e isso aconteceria nos mais variados segmentos.

Palavras-chave: PEAD. Ações de Valor. Ações de Crescimento. Rentabilidade.

ABSTRACT

The post-earnings announcement drift (PEAD), or earnings surprise, has increasingly gained relevance in academic studies as it indicates how the market interprets the release of accounting data. The primary objective of this study is to investigate whether, across different economic sectors, investors in growth/value stocks listed on B3 tend to underestimate unexpected positive information while either overestimating or assessing unexpected negative information in a balanced manner. The study employed panel regression as the method, considering the presence of fixed or random effects depending on the test results. It was concluded that the effect of unexpected accounting data is more prominently prevalent in value companies (high book-to-market companies), which are not yet well-established in the market or are experiencing financial difficulties (justifying a lower market value), or those undervalued by the market, and this occurs across various segments.

Keywords: PEAD. Value Stocks. Growth Stocks. Profitability.

1 INTRODUÇÃO

O *post-earnings announcement drift* (PEAD), ou surpresa nos lucros, tem ganhado cada vez mais relevância em estudos acadêmicos. Para Fink (2021), o PEAD refere-se às circunstâncias cujos preços das ações tendem a aumentar (ou diminuir) após a divulgação de lucros trimestrais acima (ou abaixo) das expectativas do mercado. Em outro contexto, Chan, Jegadeesh e Lakonishok (1996) afirmam que a surpresa nos lucros ajuda a prever o retorno futuro dos ativos, que persiste por cerca de 6 meses após o anúncio dos resultados.

Galdi e Lima (2016) trouxeram o PEAD como fator adicional útil para a composição de ganhos com ações de valor (*high book-to-market*) e de crescimento (*low book-to-market*) em uma estratégia fundamentalista, aprimorando-se o modelo de seleção de ações ganhadoras, que se valorizam mais, e o retorno dos investidores.

Para viabilizar a classificação das empresas entre ações de valor/crescimento utiliza-se o *book-to-market* (B/M), representado pela divisão do valor patrimonial pelo valor de mercado da companhia (CUNHA ARAÚJO, MACHADO, MARTINS, 2019). Basu (1983) foi um dos primeiros autores a discorrer sobre essa questão, em sua pesquisa, descobrindo que a estratégia de adquirir as ações com alto B/M e desfazer daquelas com baixo B/M apresenta uma estratégia de retornos lucrativos para a carteira. Em termos gerais, de acordo com Doukas e Li (2009), ações de valor são todas aquelas que apresentam baixo valor entre a divisão do valor da ação e o contábil, o inverso pode ser dito para as de crescimento.

Yan e Zhao (2011) estudaram a relação da anomalia valor-crescimento (os retornos futuros das ações de valor serem maiores face às de crescimento), interligando esse fenômeno com o PEAD. A hipótese dos autores é a de se apoiar na incerteza da informação (dubiedade frente às novas informações acerca de determinada empresa) para explicar a anomalia, mas também consideram os efeitos dos custos de transação e erros de expectativa. Para testar a hipótese, os autores classificaram as ações trimestrais em cinco quintis de critério B/M, tanto em relação às surpresas nos lucros quanto à variação no preço das empresas.

Yan e Zhao (2011) concluem que as ações de valor reagem de forma mais branda às surpresas de lucro, pois tanto em contextos positivos, quanto negativos, mostram-se mais resilientes se comparadas às de crescimento. Adicionalmente, entende-se que a hipótese da incerteza de informações mostra-se correta, o que implica reações mais discretas diante do PEAD.

Dado o exposto, o objetivo geral da presente pesquisa é o de averiguar se em diferentes setores econômicos os investidores de ações de crescimento/valor tendem a

subestimar as informações inesperadas positivas, enquanto superestimam ou analisam equilibradamente as inesperadas informações negativas, fazendo uma junção prática do PEAD (ou surpresa nos lucros) com o dilema crescimento/valor.

Embora a relação entre o PEAD e as ações de crescimento e valor seja um assunto estudado internacionalmente, principalmente por conta da influência de Ball e Brown (1968) e Fama e French (1992), ainda há poucos estudos feitos por pesquisadores brasileiros sobre o assunto, a saber, os até então mapeados: Galdi e Lima (2016), Medeiros (2017), Coelho e Colauto (2021), Santana, Black e Lima (2022).

Ainda tangente aos investidores, a conjugação do PEAD com o dilema valor/crescimento pode ser mais uma ferramenta fundamentalista para se analisar o dilema de composição da carteira e tomar decisões que maximizem a rentabilidade, principalmente quando os balanços divulgados apresentam resultados distantes do esperado. Tal análise, ao ser realizada no âmbito setorial, pode auxiliar na escolha das ações mais resilientes para “compra” e menos resilientes para “venda”. Posto isso, espera-se que este estudo seja útil ao mercado de capitais brasileiro de forma geral.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico serão apresentados os principais aspectos relacionados à conceituação do PEAD, das ações de valor e crescimento, e dos principais estudos pertinentes a esses temas.

2.1 PEAD: Aspectos Conceituais e Principais Estudos

A composição do preço de uma ação no mercado financeiro é derivada de muitos fatores e, dentre eles, o lucro contábil se destaca como um importante norteador para os investidores. Segundo Fink (2021), é possível retirar informações valiosas quanto ao valor de mercado de uma empresa através de seus anúncios de lucro, o que, por sua vez, impactaria a formação dos preços das ações, positiva ou negativamente.

Entretanto, a divulgação dos lucros contábeis pode apresentar um fenômeno chamado *post-earnings announcement drift* (PEAD – e, também *earnings momentum* ou surpresa nos lucros). O autor descreve o PEAD – surpresa nos lucros – como uma anomalia do mercado financeiro, explicada como um fenômeno que ocorre após a divulgação dos resultados financeiros de uma determinada empresa. Nesse contexto, quando são divulgados lucros acima das expectativas do mercado, a tendência é que o preço das ações dessa empresa sofra

uma variação em sentido positivo, ou seja, o preço dessas ações aumente. Ao revés, quando são divulgados lucros abaixo do que o mercado esperava, o preço das ações tende a diminuir.

Os ativos, segundo Fink (2021), reagem à surpresa nos lucros ajustando seus preços de acordo com a informação anunciada (refletindo um aumento ou uma diminuição), mas, ao contrário do que preconiza a hipótese de mercado eficiente, esse ajuste pode levar meses, o que significa uma lenta “absorção” das informações ao preço dos ativos, percepção que é compartilhada por Chan, Jegadeesh e Lakonishok (1996) e levantada por Ball e Brown (1968), que foram os primeiros a perceber que os preços dos ativos continuam a se movimentar na mesma direção da informação (positiva ou negativamente) meses após a sua divulgação. Vale dizer, a direção e a magnitude da variação dos preços estão diretamente relacionadas a esses mesmos aspectos na surpresa nos lucros.

Interessa notar que a explicação considerada suficientemente consistente por Bernard e Thomas (1989) enxerga o PEAD como uma resposta atrasada do mercado à divulgação das informações pelas empresas. Segundo os autores, além de não serem instantaneamente refletidas no preço, este também não as absorve integralmente, isso significa que o preço do ativo absorve gradualmente e reflete parcialmente as informações, embora tão acessíveis, dos lucros de uma empresa. Além disso, e nessa mesma esteira, vão Freeman e Tse (1989), Bernard e Thomas (1989) ao questionar o quanto se pode considerar inesperadas (no sentido de se ter uma surpresa) informações sobre os lucros que, baseadas nos lucros verificados no trimestre imediatamente anterior, poderiam ser consideradas, de certo ponto, previsíveis.

Freeman e Tse (1989) vão além e, respondendo à indagação com a qual se depararam, em sintonia com Bernard e Thomas (1989), advogam pela necessidade de se ter cuidado ao analisar o fenômeno, pois existem pontos que precisam ser considerados para que não seja feita uma análise equivocada do comportamento observado nos preços dos ativos. Isso porque notaram que os investidores reagem de maneira diferente quando da divulgação das informações de lucros ao que determinam como mudanças permanentes no padrão dos lucros ou mudanças temporárias. Nesse sentido, não seria correto afirmar que a reação do preço frente à divulgação dos lucros refletiria exclusivamente essa informação. Na verdade, para entender a reação do mercado, é fundamental analisar as informações divulgadas nos trimestres anteriores e entender se as informações atuais confirmam ou contradizem informações sobre os lucros anteriores.

Interessante notar que os mais recentes estudos internacionais buscam, a partir de diferentes pontos de vista, explicar de que forma determinados e diferentes fatores impactam a percepção do PEAD em diferentes mercados. Altanlar, Guo e Holmes (2019)

desenvolveram um robusto trabalho no qual buscaram entender como a dissonância cognitiva decorrente das interações entre o sentimento e a cultura afeta o chamado *momentum* e o PEAD. A pesquisa se baseia principalmente na percepção de que as estratégias de *momentum* são lucrativas em grande parte dos mercados ocidentais, mas o mesmo não acontece nos mercados orientais, sobretudo no asiático, além do presente, porém pouco investigada, relevância da cultura sobre as anomalias estudadas. Nesse sentido, a discussão foca em como diferentes visões de mudança, combinadas com sentimento, levam à dissonância cognitiva que se apresenta de maneira diferente entre culturas. Como resultado dessa busca, os autores notaram que o diferente impacto das anomalias em diferentes mercados pode ser explicado pelo fato de que investidores ocidentais tendem a acreditar na continuação (dos efeitos do *momentum* e do PEAD), enquanto os orientais acreditam, ao revés, na reversão dessas anomalias. Como conclusão, entenderam que a dissonância cognitiva é um importante determinante quando se busca explicar o comportamento do mercado frente à ocorrência dos fenômenos de *momentum* e do PEAD.

Sob outro ponto de vista, Li *et al.* (2019), em recente estudo, investigaram de que forma a atenção de investidores que possuem um maior conhecimento e experiência em investimentos afetaria a maneira com que o mercado de ações reage aos anúncios de lucro das empresas. A ideia principal era mostrar, a partir de acessos ao site da *Securities and Exchange Commission's (SEC) Electronic Data Gathering and Retrieval (EDGAR)* e downloads dos dados ali presentes, que o mercado reage de maneira mais branda e o PEAD é mais fraco quando há uma maior atenção por parte dos investidores mais experientes àquelas ações, principalmente antes dos anúncios dos lucros, isso significaria dizer que quando há uma maior atenção, há uma melhora no que é chamado eficiência informacional, uma vez que o investidor está mais preparado, incorporando aquela informação ao mercado mais rapidamente. Essa situação criaria a oportunidade de se construir um portfólio mais lucrativo, baseado na atenção que é dada pelo investidor, que capitalize em cima dessa diferença no padrão de movimento do preço das ações que ocorre naqueles anúncios de lucros que não receberam tanta atenção dos investidores mais experientes, por assim dizer.

Diante de tantas pesquisas, resultados e conclusões, em um dos mais recentes estudos internacionais sobre o tema, Fink (2021) se debruçou a construir uma revisão do que a literatura até então já conseguiu elucidar sobre o PEAD. Em sua pesquisa, o autor cuidou de pontuar as principais características observadas no PEAD pelos vários artigos publicados, por exemplo, mas não somente: que o PEAD se trata de um fenômeno global; que o retorno anormal observado em maior proporção no início vem desaparecendo gradualmente; que o

PEAD costumava persistir por vários trimestres consecutivos, mas agora vem se restringindo ao trimestre imediatamente posterior ao anúncio dos lucros; que o PEAD é observado em todas as empresas, mas sua força é inversamente proporcional ao tamanho da empresa. Além disso, foram listados diversos fatores que poderiam explicar o PEAD e quais seriam seus principais causadores, cada qual já vastamente explorado e escrutinado, em conjunto ou separadamente, por diferentes trabalhos e pesquisas, dentre eles a relação do PEAD com índices de risco e incerteza, efeitos dos custos de transação e erros de expectativa, vieses comportamentais, entre outros. Em resumo, o autor cuidou de atualizar as percepções e conclusões de outras pesquisas, consolidando o que até então se sabe sobre o fenômeno do *postPEAD*.

Cabe ressaltar, nesse momento, que análises do impacto gerado pela surpresa nos lucros sobre o preço das ações também foram conduzidas por pesquisadores brasileiros. Entende-se que tratar do impacto da surpresa nos lucros sobre as ações do mercado financeiro é buscar compreender as expectativas dos investidores e como estes reagem ao se depararem com resultados diferentes dos anunciados pelos analistas. Dessa forma, debruçaram-se, em diferentes momentos, sobre o tema, Martinez (2006), Paulo, Neto e Santos (2012), Santos (2014), Galdi e Lima (2016), Medeiros (2017), Coelho e Colauto (2021) e Santana, Black e Lima (2022), estes últimos ampliando a perspectiva para outros mercados da América Latina.

Martinez (2006), em suas considerações, faz a importante observação de que, a partir da consolidação da anomalia representada pela surpresa nos lucros, os gestores das empresas passaram a direcionar suas atenções às previsões trazidas pelos analistas, criando-se uma preocupação em atendê-las, de modo a evitar surpresas negativas, na medida em que estas impactavam negativamente o desempenho das empresas em termos de retorno. A partir dessa análise, o autor menciona que pesquisas foram conduzidas e identificaram informações de lucros que superavam em centavos as expectativas dos analistas, somente para não configurarem surpresa negativa. Isso mostrou evidente a prática de um gerenciamento de resultados contábeis por parte de algumas empresas para atingir as metas estabelecidas nas previsões dos analistas (MEDEIROS, 2017). Isso mostra que a compreensão de padrões de resposta do mercado não permite anular toda a incerteza das transações. Inclusive, Coelho e Colauto (2021) alertam que nem todos os investidores acreditam que a divulgação esteja isenta de mensurações enviesadas com objetivo de criar um efeito surpresa positivo artificial, porém compreender o fenômeno da surpresa nos lucros pode proporcionar uma abordagem menos arriscada ao investir.

Santos (2014) esclarece que a anomalia, mais extensivamente estudada no mercado norte-americano, pôde ser identificada na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), conclusão obtida através do cálculo do SUE (*Standardized Unexpected Earnings*), confirmando-se, pois, a existência do PEAD também no mercado de ações brasileiro, conclusão com a qual corroboram Souza e Galdi (2018), acrescentando que a adoção de um novo modelo contábil (IFRSs) não influencia a percepção do PEAD no mercado brasileiro (Souza ; Galdi, 2018), tendo a percepção, porém, que o fenômeno impacta mais fortemente as empresas com maior *book-to-market* (ações de valor).

Paulo, Sarlo Neto e Santos (2012) observaram que, no Brasil, os investidores reagiram somente diante da surpresa negativa nos lucros, nesse sentido, diante de lucros contábeis inferiores ao esperado, o mercado reage no mesmo dia e nos dois dias subsequentes, de maneira divergente do que foi observado para os outros dias. O mesmo, no entanto, não ocorre quando os lucros contábeis divulgados são positivos em relação às expectativas (Paulo; Neto; Santos, 2012).

2.2 Ações de Crescimento e Valor: Aspectos Conceituais e Principais Estudos

A classificação das ações em ações de valor e ações de crescimento leva em consideração o *book-to-market* (B/M), indicador que compara o valor de uma empresa em seus livros contábeis (patrimônio líquido, ativos e passivos) e o seu valor financeiro (determinado pelo número de ações no mercado e o seu preço) (CUNHA ARAÚJO, MACHADO; MARTINS, 2019). As ações cuja divisão do preço da ação no mercado pelo valor contábil por ação resultam em um baixo número são denominadas ações de valor, aquelas que resultam valor maior são chamadas ações de crescimento (BONA, 2012; DOUKAS; LI, 2009). Basu (1983) observou que o ato de adquirir ações de valor (alto B/M) e se desfazer das ações de crescimento pode representar uma estratégia eficaz para se obter melhores retornos. Essa conclusão, no entanto, ao contrário do que outros autores sugerem, não está relacionada às expectativas enviesadas no mercado, mas sim ao risco sistemático, podendo também, embora inconclusivo quanto a esse aspecto, ser influenciada pelo tamanho da empresa analisada.

Yan e Zhao (2011) valem-se da definição dada pela Morningstar (empresa provedora independente de dados e análise de investimentos) para delimitar de maneira mais simples o que são as ações de valor e o que são ações de crescimento. As ações de valor são aquelas com baixos índices de preço por ação em relação a várias medidas de valor, como lucros ou

valor contábil. As ações de crescimento, por sua vez, têm índices elevados, o que sugere que os investidores devem acreditar que as empresas experimentarão um rápido crescimento para justificar os preços pelos quais suas ações são vendidas (YAN; ZHAO, 2011).

Doukas, Kim e Pantzalis (2004), em pesquisa conduzida para entender a razão pela qual existiria uma diferença entre os retornos produzidos pelas ações de valor e pelas ações de crescimento observam algumas conclusões documentadas até então. Fama e French (1992) entendem que essa diferença está relacionada ao maior risco que possuem as ações de valor. Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994) e La Porta (1996) , por sua vez, defendem que tal fato se dá pois os investidores superestimam os lucros futuros das ações de crescimento quando comparados às ações de valor, isto é, eles acabam por vincular suas expectativas de retornos futuros a resultados negativos passados quando diz respeito a ações de valor, comportamento que os leva a cometer erros quando tentam prever o retorno futuro, hipótese, vale destacar, refutada por Doukas, Kim e Pantzalis (2002).

No mesmo estudo, Doukas, Kim e Pantzalis (2002) obtiveram êxito em demonstrar que a razão pela qual tal diferença dos retornos das ações de valor e ações de crescimento são observadas pode estar relacionada, além do maior risco por si só associado, às ações de valor, ao fato de que não há, necessariamente, convergência entre as conclusões expressas nas previsões divulgadas pelos analistas. Dessa forma, essa extensa e variada gama de opiniões divergentes entre si configuraria um maior risco, de maneira que o retorno superior percebido nas ações de valor nada mais é do que o prêmio pela ausência de harmonia entre as previsões dos analistas no que tange ao provável lucro futuro.

Yan e Zhao (2011) referem-se a essa diferença nos retornos observados para ações de valor e ações de crescimento como “*value-glamour anomaly*” – anomalia valor-crescimento – , observando que as ações de valor possuem um menor potencial de crescimento (YAN; ZHAO, 2011).

Duong, Pescetto e Santamaria (2012), ao analisarem como os investidores em ações de valor e em ações de crescimento utilizam-se de informações financeiras, confirmou, em primeiro lugar, que também no mercado do Reino Unido verifica-se perceptível diferença nos maiores retornos percebidos nas ações de valor em detrimento das ações de crescimento. Além disso, refutam argumento sustentado, principalmente por Fama e French (1992), de que a diferença que se nota está relacionada principalmente ao risco ligado às ações de valor. Na verdade, as conclusões às quais a pesquisa desenvolvida pelos autores chegou foram de que os investidores, nas ações de valor, subestimam informações positivas, enquanto reagem em acordo (mostram-se indiferentes) ou superestimam informações negativas. Por sua vez, os

investidores, nas ações de crescimento, subestimam as informações negativas, mas analisam de maneira correta as informações positivas (DUONG; PESCETTO; SANTAMARIA, 2012).

Cabe ressaltar que a análise da anomalia valor-crescimento não se restringe aos mercados norte-americano e europeu, tendo sido alvo de estudo também no Brasil. Rostagno, Soares e Soares (2005), por exemplo, valendo-se do método introduzido por Fama e French (1992) e Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994) buscaram entender se no mercado brasileiro a anomalia também estaria presente e, em caso positivo, quais razões estariam por trás da sua ocorrência. A conclusão se assemelha ao que foi percebido por Duong, Pescetto e Santamaria (2012) no mercado norte-americano, no sentido de contrariar o entendimento de Fama e French (1992) no mercado brasileiro, desvinculando a ideia de que a diferença nos retornos entre ações de valor e ações de crescimento não residem no fato de aquelas serem mais arriscadas do que estas, mas sim nas percepções equivocadas dos investidores acerca do retorno de cada grupo de ações.

Para além disso, Santos e Montezano (2011) não apenas refutaram a conclusão de Fama e French (1992), como observaram que as ações de valor, no contexto do mercado brasileiro, não apresentam maior risco que as ações de crescimento. Para eles, vale destacar, as diferenças percebidas nos retornos entre as ações de valor e ações de crescimento podem ser explicadas, muito provavelmente, no sentido do que fora concluído por Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994), e estão associadas a questões comportamentais ou problemas de *agency* (Santos; Montezano, 2011).

Nesse ponto, é interessante perceber que a presença da anomalia valor-crescimento no mercado brasileiro não é unanimidade entre os pesquisadores nacionais do tema. Cordeiro e Machado (2013), ao contrário do que até então se havia notado, ao conduzirem o estudo para investigar a presença da anomalia no mercado nacional, concluíram que não existiria evidência da sua ocorrência, pois foi verificado que as ações de crescimento apresentavam retornos superiores quando comparadas às ações de valor. A justificativa apresentada para essa dissonância está no fato de esta última pesquisa ter abrangido um período mais longo de análise (1995 a 2008), sugerindo que as demais demonstravam a superioridade nos retornos das ações de valor pois concentraram-se no curto prazo (CORDEIRO; MACHADO, 2013).

2.3 O PEAD e as Ações de Crescimento e Valor

A convergência entre os estudos que tratam da anomalia PEAD e a sua correlação com ações de valor e ações de crescimento foram trazidas, principalmente, por Yan e Zhao (2011), em um cenário internacional e por Galdi e Lima (2016), no contexto nacional.

Yan e Zhao (2011) observaram que há maior incerteza de informações nas ações de valor quando comparadas às ações de crescimento e, por essa razão, os investidores reagem mais lentamente quando da ocorrência do PEAD quando o fenômeno ocorre em empresas com ações de valor. La Porta (1997), no mesmo sentido, já havia observado retorno anormal relacionado à surpresa nos lucros e nas ações de valor.

No trabalho desenvolvido, pesquisadores americanos examinaram as reações iniciais e subsequentes no mercado aos anúncios de lucro tanto para as ações de valor, quanto para as de crescimento. O objetivo era entender como a incerteza nas informações ocasionava diferentes reações do mercado. Os autores destacaram que as ações de valor geralmente atraem menos atenção dos investidores e, por isso, resultam em menos análises financeiras, razão pela qual há uma maior incerteza quanto a elas. Diante desse cenário, é natural esperar reações mais moderadas do mercado quando do anúncio e da surpresa nos lucros (YAN; ZHAO, 2011).

Para verificarem se haveria razão em suas colocações, os autores classificaram as empresas em quintis de valor-glamour para cada trimestre, considerando tanto o sinal (+/-) da surpresa dos lucros, definido como a diferença entre os lucros reais e a previsão de consenso dos analistas, quanto o sinal (+/-) da reação instantânea do preço das ações às notícias sobre lucros, medido por retornos anormais durante uma janela de três dias após os anúncios de lucros trimestrais – os retornos anormais do anúncio de lucros. Assim, analisando o PEAD tanto em carteiras de ações de valor, quanto em carteiras de ações de crescimento, foi possível entender a reação dos preços para cada uma após o anúncio dos lucros.

Utilizando como amostra todas as empresas cujos dados podiam ser obtidos no *Institutional Brokers' Estimate System* no período entre junho de 1984 e dezembro de 2008, Yan e Zhao (2006) compararam as previsões de lucros de cada empresa com os retornos diários das ações disponíveis no *Center for Research in Security Prices*. Para medir a incerteza das informações, valeram-se de 6 índices distintos: tamanho da empresa (ME), idade da empresa (AGE), cobertura de analistas (COV), dispersão nas previsões de lucros dos analistas (DISP), volatilidade do retorno das ações (SIGMA) e volatilidade do fluxo de caixa (CVOL) e, adicionalmente, a taxa de rotatividade das ações (YAN; ZHAO, 2011).

Os resultados encontrados foram consistentes com o que se esperava. De fato, as ações de valor têm reações iniciais (e até três dias após anúncio) mais moderadas à surpresa nos lucros. Restou provado, ainda, que quando há uma maior incerteza informacional, os investidores respondem menos à surpresa nos lucros, bem como que as ações de valor recebem uma atenção menor dos analistas financeiros e, conseqüentemente, dos investidores, resultando em um processamento das informações, quando do anúncio dos lucros, mais lento.

Para além disso, ficou evidente a partir da investigação conduzida por Yan e Zhao (2011) que, quando a surpresa nos lucros é positiva, as ações de valor têm um PEAD melhor, isto é, mais positivo, que as ações de crescimento. E, mesmo quando essa surpresa é negativa, as ações de valor continuam tendo um PEAD melhor, nesse caso menos negativo que as ações de crescimento.

Com o propósito de relacionarem as anomalias PEAD e de valor-crescimento, os estudiosos americanos observaram as reações do mercado imediatamente após o anúncio dos lucros e como as carteiras de ações de valor e de ações de crescimento se comportavam. Diante disso, as premissas estabelecidas foram devidamente comprovadas, indicando que uma estratégia robusta pode ser construída a partir dos resultados alcançados. Vale, no entanto, a ressalva dos autores de que não é somente a incerteza informacional que desencadeia os fenômenos estudados, outros fatores como a devida atenção dos investidores e expectativas imprecisas também contribuem para o que foi observado.

Galdi e Lima (2016), no trabalho desenvolvido anos depois, também fizeram uma importante ressalva, de que as conclusões acerca das razões pelas quais se verifica diferença entre os retornos obtidos nos dois grupos de ações não são pacíficas entre os pesquisadores do tema. Assim como apontam que a utilização de demonstrações contábeis das empresas fornece informações valiosas aos investidores quando correlacionadas à anomalia valor-crescimento.

Nesse sentido, a pesquisa dos brasileiros buscava entender se a utilização de uma estratégia de investimentos que combinasse critérios fundamentalistas, para ações de crescimento e para ações de valor, e a surpresa dos lucros, teria o condão de promover melhores retornos aos investidores que a utilizassem em detrimento às estratégias já conhecidas.

Por se tratar de anomalias independentes, tanto o fenômeno do PEAD, quanto a anomalia valor-crescimento, a lógica adotada pelos autores foi dividir o trabalho em etapas, realizando primeiro a análise da estratégia baseada na construção de portfólios com base na surpresa dos lucros, utilizando como métrica os lucros inesperados padronizados (SUE), e

depois testando duas estratégias de investimento baseadas somente na análise das demonstrações contábeis, distinguindo as ações de crescimento (utilizando como base o modelo de seleção FScore) e ações de valor (GScore). Por fim, conjugaram os resultados encontrados para verificar o desempenho das ações. Como amostras, foram utilizadas todas as empresas listadas na Bovespa, no período compreendido entre dezembro de 2001 até novembro de 2011, excetuando as ações que possuíam patrimônio líquido negativo e as que não apresentavam dados suficientes.

Como resultado da primeira etapa, Galdi e Lima (2016) registraram que a utilização do critério das surpresas de lucros é útil para diferenciar os retornos, tanto de empresas de valor, quanto de empresas de crescimento, mas as ações de valor apresentam uma melhor resposta (mais positiva ou menos negativa) à surpresa de lucros do que as ações de crescimento. Na segunda etapa, observaram que a utilização de critérios fundamentalistas foi mais eficaz para diferenciar os retornos ajustados ao mercado de empresas fortes e fracas para empresas de valor, e que, embora tenha se observado a utilidade destes critérios para empresas de crescimento, eles não retornaram significância estatística que suscitasse sua utilização como estratégia de investimento.

Finalmente, restou demonstrado que a análise fundamentalista pode ser utilizada para separar ações com forte/fraco potencial de retorno futuro, no entanto, principalmente para ações de crescimento, falta robustez, de maneira que “a análise do lucro anormal poderia ser utilizada como um fator adicional para aumentar a confiabilidade dos critérios fundamentalistas” (GALDI; LIMA, 2016, p. 570).

A pesquisa dos brasileiros retornou conclusões extremamente relevantes para a literatura do tema, observando que, de fato, valer-se de critérios fundamentalistas extraídos das demonstrações contábeis, incluindo a classificação das empresas em função da surpresa de lucros que elas reportaram, pode ser útil e se mostraria como um aprimoramento dos modelos de seleção de ações, podendo ampliar os retornos dos investidores. Essa estratégia, porém, apresentou resultando relevante apenas em se tratando de ações de crescimento.

3 METODOLOGIA

3.1. Amostra

Foram coletados dados de 309 empresas listadas na B3 (ativas e inativas) entre o período de janeiro de 1994 a dezembro de 2021, em frequência trimestral. A escolha do ano

de 1994 decorre do início do Plano Real. As firmas que não possuíssem pelo menos as informações do SUE e retorno trimestral (1º e 2º trimestre) foram descartadas da amostra. Instituições financeiras também foram retiradas por estarem aptas a fortes alavancagens (COLLA; IPPOLITO; LI, 2013), interferindo na classificação de crescimento ou valor.

Quanto aos *outliers*, optou-se por não os retirar da amostra e utilizar a mediana como base comparativa à média, principalmente pelo fato do SUE medir a “reação dos investidores em relação ao resultado financeiro da empresa”. Ao *winsorizar* esses dados (ou aplicar outro método de tratamento de *outliers*), o pesquisador poderia acabar por tendenciar essa análise comportamental objeto deste estudo.

Na parte das variáveis principais empregadas, mensurou-se o PEAD através do SUE para estimar os lucros inesperados das empresas, assim expresso de acordo com Chordia *et al.* (2009):

$$SUE_{it} = \frac{L_{it} - L_{it-4}}{\sigma_{it}} \quad (1)$$

A fórmula do SUE contempla o lucro trimestral mais recente (L_{it}) subtraído pelo lucro trimestral de quatro períodos antecedentes (L_{it-4}). Além disso, divide-se o resultado pelo desvio-padrão dos oito trimestres anteriores (σ_{it}), ou seja, o objetivo da fórmula é avaliar a variabilidade dos ganhos, comparando os lucros trimestrais com os lucros previstos. Munido do SUE de cada uma das companhias, classificou-se as ações em decis para cada período, sendo: SUE positivo (decis 8, 9 e 10), SUE neutro (decis 4, 5, 6 e 7), SUE negativo (decis 1, 2 e 3). Cada decil organiza 10% da amostra coletada, sendo o primeiro decil e o décimo decil para as empresas de menor e maior SUE, respectivamente. A prática de separar o SUE em estratos é amplamente empregada na literatura, visto que muitos autores, como Chordia *et al.* (2009) e Galdi e Lima (2016) o fazem por meio de decis.

Convém lembrar que, nessa fase inicial, as ações ainda não são separadas em crescimento e valor, aspecto este pertencente à próxima etapa de tratamento dos dados.

3.2 Definição das Ações de Crescimento e Valor

Calculou-se o índice P/VPA das firmas de modo a analisar e classificar o universo das ações de crescimento e valor. O índice mencionado contempla os dados trimestrais do preço

de mercado da ação e do valor patrimonial de cada empresa. A fórmula do P/VPA, também chamada de B/M na literatura internacional (Fama, 1998), encontra-se a seguir:

$$\text{Índice P/VPA} = \frac{\text{Preço de mercado}}{\text{Valor patrimonial}} \quad (2)$$

Em seguida, ordenou-se as ações em quintis (conjunto classificado em cinco partes equivalentes, cada uma com 20% da amostragem) pelo índice P/VPA, sendo o primeiro quintil referente às empresas de valor. Em direção contrária, os quintis quatro e cinco referem-se às firmas de crescimento. Tangente aos quintis restantes, dois e três, encontram-se em posição neutra e não podem ser chamados de crescimento ou valor. Convém mencionar que essa classificação foi feita com base em Yan e Zhao (2011).

Uma vez classificadas em valor ou crescimento, imbuí-se os critérios fundamentalistas em ambos os ativos, chamados de *BrF_Score* e *BrG_Score*, respectivamente. Conforme Piotroski (2000) e Galdi e Lima (2016), os sinais fundamentalistas das ações de valor, *BrF_Score*, são de classificação binária (variáveis *dummy*), sendo somados para a obtenção do fundamento das empresas: *BrF_Score* fraco (soma de 0 a 2); *BrF_Score* neutro (soma de 3 a 6); *BrF_Score* forte (soma de 7 a 9). Quando uma companhia não possuiu algum dos 9 sinais fundamentalistas, partiu-se do pressuposto de que o respectivo dado era igual a zero (0), uma vez que o investidor não teria essa informação à disposição, não sendo computado no respectivo *score*. O quadro 1 estabelece cada um dos sinais, bem como sua interpretação:

Quadro 1 – Sinais *BrF_Score*- Ações de Valor

Sinais	Descrição	Como interpretar	Fundamentação
Primeiro Sinal (F1)	Retorno Sobre Ativo (ROA)	Igual a 1 se ROA for positivo, igual a 0 para o contrário.	Indica mudanças na capacidade da empresa de gerar lucros em relação aos ativos ao longo do tempo.
Segundo Sinal (F2)	ROA <i>Cashflow</i>	Igual a 1 se ROA <i>Cashflow</i> for positivo, igual a 0 para o contrário.	Inclui uma perspectiva mais abrangente do desempenho financeiro.
Terceiro Sinal (F3)	Variação do ROA	Igual a 1 se a variação for positiva, igual a 0 para o contrário.	Mudanças na capacidade da empresa de gerar lucros em relação aos ativos ao longo do tempo,
Quarto Sinal (F4)	Accrual	Igual a 1 se o <i>accrual</i> for negativo, igual a 0 para o contrário.	Contabilização de receitas ou despesas que ainda não foram pagas ou recebidas em dinheiro.
Quinto Sinal (F5)	Variação na Dívida de Longo Prazo	Igual a 1 se a variação for negativa, igual a 0 para o contrário.	Mudanças no endividamento da empresa, afetando sua estrutura de capital e capacidade de pagamento.
Sexto Sinal (F6)	Variação no Índice	Igual a 1 se a variação for positiva, igual a 0 para o	Alterações na capacidade da empresa de cumprir obrigações de curto prazo.

	Liquidez Corrente	contrário.	
Sétimo Sinal (F7)	Emissão de Ações	Igual a 1 se a empresa emitiu ações, igual a 0 em caso de não emissão.	Volume de ações emitidas, afetando a estrutura de propriedade e o capital da empresa.
Oitavo Sinal (F8)	Variação na Margem Bruta	Igual a 1 se a margem aumentar, igual a 0 para o contrário.	Eficiência operacional, indicando a rentabilidade das vendas.
Nono Sinal (F9)	Variação no Giro dos Estoques	Igual 1 se o giro for positivo, igual a 0 para o contrário.	Eficiência operacional, indicando a velocidade de giro dos produtos.

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Piotroski (2000) e Galdi e Lima (2016).

Baseados em Mohanram (2005) e Galdi e Lima (2016), estabelecem-se os sinais fundamentalistas das ações de crescimento, chamados de *BrG_Score*. Para encontrar *BrG_Score*, empregaram-se sete sinais fundamentalistas de classificação binária (variáveis *dummy*) que foram somados para a obtenção do fundamento das empresas: *BrG_Score* fraco (soma de 0 a 2); *BrG_Score* neutro (soma de 3 ou 4); *BrG_Score* forte (soma de 5 a 7). O quadro 2 estabelece cada um dos sinais, bem como sua interpretação:

Quadro 2 – Sinais *BrG_Score*- Ações de Crescimento

Sinais	Descrição	Como interpretar	Fundamentação
Primeiro Sinal (G1)	ROA	Igual a 1 se o ROA da empresa for maior que a mediana do ROA de todas as companhias do mesmo setor e período, igual a 0 para o caso oposto.	Ver Quadro 1.
Segundo Sinal (G2)	ROA <i>Cashflow</i>	Igual a 1 se o ROA <i>cashflow</i> da empresa for maior que a mediana do ROA <i>cashflow</i> de todas as companhias do mesmo setor e período, igual a 0 para o caso oposto.	Ver Quadro 1.
Terceiro Sinal (G3)	<i>Accrual</i>	Igual a 1 se o fluxo de caixa operacional for maior que o lucro líquido, igual a 0 para o caso oposto.	Ver Quadro 1.
Quarto Sinal (G4)	Lucro Líquido	Igual a 1 se o desvio-padrão do lucro líquido for menor do que a mediana do desvio padrão setorial, igual a 0 para o caso oposto.	Representa o lucro real após todas as deduções.
Quinto Sinal (G5)	Vendas	Igual a 1 se o desvio-padrão do crescimento das vendas for menor do que a mediana do desvio padrão setorial, igual a 0 para o caso oposto.	Avalia a performance comercial.
Sexto Sinal (G6)	Investimento (Ativo Imobilizado)	Igual a 1 se o ativo imobilizado, dividido pelo ativo total anterior, for maior do que a mediana setorial do ativo imobilizado dividido pelo ativo total anterior. Igual a 0 para o caso oposto.	Indica a capacidade produtiva da empresa.

Sétimo Sinal (G7)	Publicidade (Despesas com Vendas)	Igual a 1 se as despesas de vendas, divididas pelo ativo total anterior, forem maiores do que a mediana setorial das despesas de vendas divididas pelo ativo total anterior. Igual a 0 para o caso oposto.	Reflete a visibilidade e alcance da empresa no mercado.
-------------------	-----------------------------------	--	---

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Mohanram (2005) e Galdi e Lima (2016).

3.3. Cálculo dos Retornos Trimestrais e construção dos modelos

Munido das variáveis SUE, P/VPA, BrF_Score e BrG_Score , avaliou-se a performance das carteiras com auxílio do Retorno Trimestral. Para calcular o Retorno Trimestral, utilizou-se as datas de referência propostas por Galdi e Lima (2016): primeiro trimestre (15 de maio do ano de referência); segundo trimestre (15 de agosto do ano de referência); terceiro trimestre (15 de novembro do ano de referência); quarto trimestre (31 de março do ano seguinte ao ano de referência). A escolha dessas datas parte da premissa do momento em que os investidores têm acesso às informações contábeis e financeiras do respectivo trimestre, portanto, o SUE passa a ser estimado, a partir das datas mencionadas, considerando um e dois trimestres à frente das datas padronizadas.

Como método de pesquisa, empregou-se a regressão em painel. Inicialmente, via aplicação da regressão estimou-se a relação do PEAD com o retorno das ações de crescimento e valor:

$$R_{i,t+tr}(\text{crescimento}) = \beta_0 + \beta_1(q_{SUE}) + \beta_2(q_{BrG_Score}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$R_{i,t+tr}(\text{valor}) = \beta_0 + \beta_1(q_{SUE}) + \beta_2(q_{BrF_Score}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Nessa conjectura, $R_{i,t+tr}$ (variável dependente) representa o retorno trimestral da ação para o primeiro e segundo trimestre. Tangente às variáveis independentes, q_{SUE} exprime os decis do SUE, enquanto q_{BrG_Score} e q_{BrF_Score} são variáveis que classificam as ações de crescimento e valor, respectivamente, de acordo com critérios fundamentalistas. Cabe ressaltar que tanto o BrF_Score quanto o BrG_Score foram empregados como variáveis de controle nas equações 3 e 4. Cada uma dessas equações foi estimada para um setor distinto, conforme expresso no quadro 3:

Quadro 3 – Empresas segmentadas pelos setores da B3

Setor	Amostra Final (4º Trimestre de 2021)
Bens Industriais	52
Comunicações	8
Consumo Cíclico	88
Consumo não Cíclico	28
Materiais Básicos	32
Outros	4
Petróleo Gás e Biocombustíveis	13
Saúde	23
Tecnologia da Informação	16
Utilidade Pública	45
Total	309

Fonte: Elaborado pelos autores conforme B3.

Este trabalho utilizou dados em painel, sendo empregados os modelos Fixos e Aleatórios como abordagem econométrica, designados após o teste de Hausman. As devidas correções para problemas de autocorrelação e homoscedasticidade no termo de erro, quando detectados, também foram aplicadas para corrigir os coeficientes estimados.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos a partir do cômputo das estatísticas básicas e das saídas dos modelos de regressão.

4.1. Estatística Básica

Para as principais variáveis de interesse, foram geradas as seguintes estatísticas de teste, considerando a segmentação da amostra em empresas de valor e crescimento:

Tabela 1 – Estatística dos resultados (SUE x Retornos Trimestrais) - Empresas de Valor

Variável	SUE	Retorno do 1º Trimestre	Retorno do 2º Trimestre
Média	0.1239	0.1183	0.1810
Mediana	0.0000	0.0420	0.0605
Mínimo	-3.2047	-0.8744	-0.8860
Máximo	3.7314	5.0389	14.2777
1º Quartil	-0.5575	-0.1194	-0.2070
3º Quartil	0.8728	0.2340	0.3596

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme visto na Tabela 1, o SUE das empresas de valor obteve média (0,123) positiva, mostrando que as empresas de valor analisadas reagiram mais positivamente do que negativamente em relação à divulgação do lucro trimestral. No que tange à mediana, as ações de valor têm uma reação praticamente nula às notícias divulgadas. Sobre a estatística descritiva dos retornos trimestrais, observa-se que as medianas do retorno do 1º e 2º trimestres foram de 4,20% e 6,05%, respectivamente, valores modestos se comparados às médias de 11,83% e 18,10%, respectivamente. Ou seja, em termos gerais, é cabível inferir que existem *outliers* que aumentam o retorno da amostra.

No que se refere às empresas de crescimento, as estatísticas básicas encontram-se expressas na Tabela 2, a saber:

Tabela 2 – Estatística dos resultados (SUE x Retornos Trimestrais) - Empresas de Crescimento

Variável	SUE	Retorno do 1º Trimestre	Retorno do 2º Trimestre
Média	0.2011	0.0489	0.1443
Mediana	0,0000	0.0174	0.0634
Mínimo	-3.6034	-0.8050	-0.9093
Máximo	3.6466	3.3333	5.5000
1º Quartil	-0.3608	-0.1106	-0.1297
3º Quartil	0.9762	0.1723	0.2967

Fonte: Dados da pesquisa.

Comparativamente às empresas de valor, as empresas de crescimento apresentam um SUE médio positivo mais elevado, demonstrando que existe uma reação maior do mercado à ocorrência de lucros contábeis acima do esperado. No entanto, os retornos trimestrais médios e medianos são menores para essa categoria de empresas.

Os resultados presentes nas Tabelas 1 e 2 podem ser corroborados por Finke (2021), no qual as empresas de valor são mais afetadas pelas surpresas positivas ou negativas do que as de crescimento. Conforme Doukas, Kim e Pantzalis (2002), as ações de valor são consideradas de maior risco, logo têm maior retorno do que as ações de crescimento.

4.2. Análise dos Modelos de Regressão

Toda a análise foi segmentada considerando dois grandes grupos de empresas: as empresas de crescimento e as de valor, considerando a estratificação por setor econômico apresentada no quadro 3. Retomando conceitualmente essa classificação, são consideradas

empresas de valor aquelas cujo valor contábil é superior ao seu valor de mercado, ou seja, apresentam elevado *Book to Market* (B/M), conforme Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994). Os resultados observados para esse segmento de empresas podem ser assim representados por setor, tanto para o 1º quanto para o 2º trimestres, apresentados nos quadros 4 e 5:

Quadro 4 – Resultados dos modelos de regressão 1º trimestre - Empresas de Valor

Setor	Variável	Coeficiente	p-value
Consumo Não Cíclico	SUE	0,0116	0,7119
	BRF_Score	0,0342	0,1509
Consumo Cíclico	SUE	0,0201	0,3574
	BRF_Score	-0,004	0,7478
Bens Industriais	SUE	0,0271	0,3347
	BRF_Score	0,0148	0,5044
Utilidade Pública	SUE	0,0598	0,0006*
	BRF_Score	0,0040	0,7563
Materiais Básicos	SUE	0,0744	0,0317*
	BRF_Score	-0,002	0,9445
Petróleo; Gás e Biocombustível	SUE	0,0609	0,0949*
	BRF_Score	0,0082	0,7507

Fonte: Dados da pesquisa.

Quadro 5 – Resultados dos modelos de regressão 2º trimestre - Empresas de Valor

Setor	Variável	Coeficiente	p-value
Consumo Não Cíclico	SUE	0,0274	0,5472
	BRF_Score	0,0334	0,3329
Consumo Cíclico	SUE	0,0367	0,0627*
	BRF_Score	-0,0089	0,6630
Bens Industriais	SUE	0,1021	0,0131*
	BRF_Score	0,0374	0,1391
Utilidade Pública	SUE	0,1149	0,0000*
	BRF_Score	0,0020	0,9067
Materiais Básicos	SUE	0,2058	0,0422*
	BRF_Score	-0,0483	0,4016
Petróleo; Gás e Biocombustível	SUE	0,1043	0,1708
	BRF_Score	-0,010	0,8548

Fonte: Dados da pesquisa.

O que se evidencia através dos quadros 4 e 5 é que os critérios fundamentalistas não seriam considerados ferramentas para seleção de setores com retornos trimestrais superiores. Basicamente esse conjunto de indicadores determinado pelo BRF_Score não foi significativo, considerando uma significância de 10% para nenhum segmento analisado, dentro do contexto das empresas de valor. Já o coeficiente do SUE, que objetiva analisar o quanto os resultados

inesperados podem modificar a interpretação da empresa aos olhos dos analistas, apresentou significância em alguns contextos, principalmente com efeito no retorno do primeiro trimestre, nos respectivos segmentos: utilidade pública, materiais básicos; e petróleo e biocombustível. Essas evidências contrariam os achados de Galdi e Lima (2016) e Piotroski (2000), já que os indicadores fundamentalistas não obtiveram significância estatística.

Conforme segmentação da B3, são classificadas como utilidade pública as empresas de água e saneamento, energia elétrica e gás. Provavelmente as empresas desse setor são empresas mais estabelecidas no mercado, consideradas perenes e reguladas. Conseqüentemente, os resultados contábeis que sejam muito acima ou muito abaixo do esperado pelo mercado acabam por impactar mais sensivelmente seu retorno. Como evidenciado através do modelo de regressão pelo sinal do coeficiente, essa interferência acaba sendo muito mais positiva, visto que quanto maior o SUE, maiores os valores observados na rentabilidade das ações.

Já o setor de materiais básicos engloba uma variedade de empresas, que vão desde empresas de embalagens até de siderurgia e mineração. Nesse caso, observa-se também uma relação positiva entre a surpresa nos lucros e o retorno trimestral das ações. Acredita-se que dentro desse segmento de empresas de valor também estejam empresas de maior porte que já alcançaram um crescimento razoável no mercado, e das quais o mercado demande um maior retorno principalmente na forma de dividendos, o que explicaria essa maior sensibilidade ao SUE. A mesma lógica seria válida para as empresas de valor que integram o setor de petróleo e biocombustível.

As evidências presentes nos quadros 4 e 5 levam a inferir que o efeito de dados contábeis inesperados não seria tão preponderante em empresas com problemas financeiros (que justificaria um valor de mercado mais baixo), com dificuldades em se estabelecer no cenário econômico, ou aquelas subavaliadas pelo mercado, uma vez que não foram todos os setores a obter significância estatística no SUE.

No que se refere às empresas de crescimento, conforme Yan e Zhao (2011), essas por sua vez, têm índices *book to market* baixos, ou seja, seu valor de mercado se encontra acima do seu valor contábil. Quando se analisa o impacto do SUE e dos indicadores fundamentalistas (BRG), observa-se que no setor de consumo cíclico a estratégia de uso conjugado de ambos surtira efeito (tanto no retorno do primeiro quanto do segundo trimestre) e avalia-se que tal efeito também foi preponderante no setor de consumo não cíclico para o segundo trimestre, como demonstrado nos quadros 6 e 7:

Quadro 6 – Resultados dos modelos de regressão 1º trimestre - Empresas de Crescimento

Setor	Variável	Coefficiente	p-value
Consumo Não Cíclico	SUE	0,0073	0,5667
	BRG_Score	0,0176	0,0747*
Consumo Cíclico	SUE	0,0345	0,0000*
	BRG_Score	0,0183	0,0189*
Bens Industriais	SUE	0,0410	0,0008*
	BRG_Score	-0,0051	0,7705
Utilidade Pública	SUE	0,0114	0,2216
	BRG_Score	0,01334	0,2131
Materiais Básicos	SUE	0,0535	0,0063*
	BRG_Score	-0,0204	0,1291
Comunicações	SUE	0,0318	0,0799*
	BRG_Score	0,01183	0,6849
Petróleo; Gás e Biocombustível	SUE	0,0138	0,5248
	BRG_Score	0,0411	0,0090*
Saúde	SUE	0,0091	0,5081
	BRG_Score	0,0143	0,1235

Fonte: Dados da pesquisa.

Quadro 7 – Resultados dos modelos de regressão 2º trimestre - Empresas de Crescimento

<i>Setor</i>	<i>Variável</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>p-value</i>
Consumo Não Cíclico	SUE	0,0498	0,0299*
	BRG_Score	0,0365	0,0422*
Consumo Cíclico	SUE	0,0438	0,0009*
	BRG_Score	0,0287	0,0210*
Bens Industriais	SUE	0,0774	0,0002*
	BRG_Score	-0,0038	0,8916
Utilidade Pública	SUE	0,0220	0,0993*
	BRG_Score	0,0196	0,2629
Materiais Básicos	SUE	0,0498	0,0625*
	BRG_Score	-0,0314	0,2840
Comunicações	SUE	0,0542	0,2748
	BRG_Score	0,0332	0,6866
Petróleo; Gás e Biocombustível	SUE	0,0270	0,4687
	BRG_Score	0,0525	0,0600*
Saúde	SUE	0,0234	0,2701
	BRG_Score	0,0193	0,1742

Fonte: Dados da pesquisa.

Já quando se avalia o SUE separadamente, observa-se que ele teve um impacto bem maior nas empresas de crescimento, em setores como bens industriais, materiais básicos e comunicações (no retorno do primeiro trimestre) e impacto no setor de utilidade pública nos retornos de segundo trimestre. Outro fator interessante é que, assim como aconteceu nas

empresas de valor, quanto maior o “efeito surpresa” medido pelo SUE, maior o impacto na rentabilidade das ações.

Os resultados dos quadros 4, 5, 6 e 7 evidenciam um contraponto importante na literatura sobre o PEAD e o dilema valor/crescimento. Yan e Zhao (2011) descobriram que as ações de valor têm maior risco a informação e reagem com mais afinco às surpresas negativas e positivas do que as ações de crescimento. Contudo, os resultados aqui descritos mostram o contrário: as companhias de crescimento têm sido mais sensíveis ao SUE do que as de valor, haja vista que obtiveram significância estatística.

Doukas, Kim e Pantzalis (2002), além de Fama e French (1992), defenderam que as ações de valor tinham retornos superiores associados ao elevado risco destes papéis. Entretanto, as evidências não suportam essa teoria, uma vez que o número de setores, com significância estatística no SUE, é superior nas empresas de crescimento do que nas de valor.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo geral averiguar se em diferentes setores econômicos os investidores de ações de crescimento/valor tendem a subestimar as informações inesperadas positivas, enquanto superestimam ou analisam equilibradamente as inesperadas informações negativas, fazendo uma junção prática do PEAD (ou surpresa nos lucros) com o dilema crescimento/valor. Tal relação foi inclusive avaliada no âmbito setorial.

Para tal, foram empregados como amostra dados de 309 empresas listadas na B3 (ativas e inativas) entre o período de janeiro de 1994 a dezembro de 2021, em frequência trimestral. Os dados foram analisados por meio da abordagem de regressão em painel para efeitos fixos e aleatórios, conforme os resultados dos testes de Hausman aplicados para a escolha da melhor abordagem.

Em resumo, o que se evidenciou, portanto, é que o efeito de dados contábeis inesperados seria mais eminentemente preponderante nas empresas de valor (empresas de alto *book-to-market*), ainda não tão estabelecidas ainda no mercado ou com problemas financeiros (que justificaria um valor de mercado mais baixo) ou aquelas que o mercado subavalia, e isso aconteceria nos mais variados segmentos. Outro fator interessante é que, assim como aconteceu nas empresas de crescimento (empresas de baixo *book-to-market*), quanto maior o “efeito surpresa” medido pelo SUE, maior o impacto na rentabilidade das ações.

No segmento das empresas de valor (baixo *book to market*), o efeito do SUE foi evidenciado apenas nos setores de utilidade pública, materiais básicos e petróleo e

biocombustível. Acredita-se que dentro desse segmento de empresas de valor sejam em sua maior parte empresas de maior porte que já alcançaram um crescimento razoável no mercado, e das quais o mercado demandaria um maior retorno principalmente na forma de dividendos, o que explicaria essa maior sensibilidade àqueles lucros contábeis divulgados fora dos limites de valores estabelecidos pelo mercado.

REFERÊNCIAS

ALTANLAR, A; GUO, J; HOLMES, P. **Do culture, sentiment, and cognitive dissonance explain the 'above suspicion' anomalies?** *European Financial Management*, v. 25, n. 5, p. 1168-1195, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/eufm.12203>>.

BALL, R; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, p. 159-178, 1968. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2490232>>.

BASU, S. The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE/AMEX common stocks: Further evidence. *Journal of financial economics*, v. 12, n. 1, p. 129-156, 1983. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90031-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90031-4)>.

BERNARD, V. L.; THOMAS, J. K. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium?. *Journal of Accounting research*, v. 27, p. 1-36, 1989. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2491062>>.

BONA, S. **Ações de valor e crescimento: novo estudo para o mercado brasileiro base IBrX-50**, período de 2003 a 2011. 2012. Disponível em: <<http://dspace.mackenzie.br/handle/10899/23418>>.

CHAN, L. KC; JEGADEESH, N; LAKONISHOK, J. Momentum strategies. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 5, p. 1681-1713, 1996. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05222.x>>.

CHORDIA, T *et al.* Liquidity and the post-earnings-announcement drift. *Financial Analysts Journal*, v. 65, n. 4, p. 18-32, 2009. Disponível em: <<https://doi.org/10.2469/faj.v65.n4.3>>.

COELHO, É. G; COLAUTO, R. D. O efeito moderador da concentração de investidores institucionais na relação surpresa nos lucros e retornos anormais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, p. 003-015/016-028, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.14392/asaa.2021140201>>.

COLLA, P; IPPOLITO, F; LI, K. Debt specialization. *The Journal of Finance*, v. 68, n. 5, p. 2117-2141, 2013. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/jofi.12052>>.

CORDEIRO, R. A.; MACHADO, M. A. V. Estratégia de valor ou de crescimento? Evidências empíricas no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 15, p. 91-111, 2013. Disponível em: <<https://doi.org/10.7819/rbgn.v15i46.1170>>.

CUNHA ARAÚJO, R. C.; MACHADO, M. A. V.; MARTINS, V. G. Anomalias no Mercado de Capitais Brasileiro: Um Estudo sobre os Efeitos Tamanho e Book-to-Market sob a Perspectiva da Abordagem Fundamentalista. **BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (ISSN: 1984-8196)**, v. 16, n. 1, p. 106-140, 2019. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/journal/3372/337260223006/337260223006.pdf>>.

DOUKAS, J. A.; LI, Meng. Asymmetric asset price reaction to news and arbitrage risk. **Review of Behavioural Finance**, 2009. Disponível em: <<https://doi.org/10.1108/19405979200900002>>.

DUONG, C; PESCIETTO, G; SANTAMARIA, D. How value–glamour investors use financial information: UK evidence of investors’ confirmation bias. **The European Journal of Finance**, v. 20, n. 6, p. 524-549, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/1351847X.2012.722117>>.

DOUKAS, J. A.; KIM, C; PANTZALIS, C. A test of the errors–in– expectations explanation of the value/glamour stock returns performance: Evidence from analysts’ forecasts. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 5, p. 2143-2165, 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00491>.

DOUKAS, J. A.; KIM, C; PANTZALIS, C. Divergent opinions and the performance of value stocks. **Financial Analysts Journal**, v. 60, n. 6, p. 55-64, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.2469/faj.v60.n6.2673>.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross–section of expected stock returns. **the Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>>.

FAMA, E. F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of financial economics**, v. 49, n. 3, p. 283-306, 1998. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9).

FINK, J. A review of the post-earnings-announcement drift. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 29, p. 100446, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100446>>.

FREEMAN, R. N.; TSE, S. The multiperiod information content of accounting earnings: Confirmations and contradictions of previous earnings reports. **Journal of Accounting Research**, v. 27, p. 49-79, 1989. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2491064>>.

GALDI, F. C; LIMA, V. S. Value & Growth Investing e Pead PEAD no Brasil. **Brazilian Review of Finance**, v. 14, n. 4, p. 551-577, 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.12660/rbfin.v14n4.2016.56744>>.

LAKONISHOK, J; SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Contrarian investment, extrapolation, and risk. **The journal of finance**, v. 49, n. 5, p. 1541-1578, 1994. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04772.x>>.

LA PORTA, R. Expectations and the cross-section of stock returns. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 5, p. 1715-1742, 1996. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05223.x>>.

LA PORTA, R *et al.* Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *the Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 859-874, 1997. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04825.x>>.

LI, R. *et al.* Sophisticated investor attention and market reaction to earnings announcements: Evidence from the SEC's EDGAR log files. **Journal of Behavioral Finance**, v. 20, n. 4, p. 490-503, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/15427560.2019.1575829>>.

MARTINEZ, A. L. Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros?. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 12, n. 3, p. 1-23, 2006. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/read/article/view/40563>>.

MEDEIROS, J. T. **Previsão de analistas e as estratégias de gerenciamento de resultados utilizadas para evitar surpresa nos lucros**. 2017. Dissertação de Mestrado. Brasil. Disponível em: <<https://repositorio.ufrn.br/handle/123456789/23634>>.

MOHANRAM, P. S. Separating winners from losers among lowbook-to-market stocks using financial statement analysis. **Review of accounting studies**, v. 10, n. 2, p. 133-170, 2005. Disponível em: <<https://doi.org/10.1007/s11142-005-1526-4>>.

PAULO, E; NETO, A. S; DOS SANTOS, M. A. C. Reação do preço das ações e intempesividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 54-79, 2012. Disponível em: <<https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/70>>.

PIOTROSKI, J. D. Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. **Journal of Accounting Research**, p. 1-41, 2000. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2672906>>. Acesso em: 16 jul. 2024.

ROSTAGNO, L. M; SOARES, R. O; SOARES, K. T. C. Estratégias de valor no mercado de ações brasileiro. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 11, n. 6, 2005. Disponível em: <<https://www.seer.ufrgs.br/read/article/view/40579>>.

SANTANA, V. F; BLACK, E. L.; LIMA, G. A. S. F. Post-Earnings Announcement Drift (PEAD) na América Latina. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 24, p. 472-496, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i3.4193>>.

SANTOS, A. M. C. **Post-earnings announcement drift no mercado de ações brasileiro**. 2014. Tese de Doutorado. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/13718>>.

SANTOS, L. R; MONTEZANO, R. M. S. Ações de valor e de crescimento no Brasil: Riscos e retornos de carteiras uni e bidimensionais em diferentes estados da economia. **Revista**

Contabilidade & Finanças, v. 22, n. 56, p. 189-202, 2011. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/13718>>.

SOUZA, C. P; GALDI, F. C. Uma análise do post-earnings-announcement drift no brasil: antes e depois da adoção das IFRSs. **Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI**, v. 5, n. 2, p. 3-15, 2018. Disponível em: <<https://revistas.ufpi.br/index.php/gecont/article/view/5017>>.

YAN, Z; ZHAO, Y. When two anomalies meet: The post-earnings announcement drift and the value-glamour anomaly. **Financial Analysts Journal**, v. 67, n. 6, p. 46-60, 2011. Disponível em: <<https://doi.org/10.2469/faj.v67.n6.3>>.

Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:

JANUZZI, F. V; PEREIRA, L. P. B. F; FROSSARD, R. A; CHRISTO, E. S. A Relação Entre a Surpresa nos Lucros e o Retorno das Ações de Crescimento/Valor: Uma Análise Considerando Distintos Setores. **Rev. FSA**, Teresina, v. 21, n. 12, art. 2, p. 24-50, Dez. 2024.

Contribuição dos Autores	F. V. Januzzi	L. P. B. F. Pereira	R. A. Frossard	E. S. Christo
1) concepção e planejamento.	X	X		
2) análise e interpretação dos dados.	X		X	
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X		X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X		X	X