

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

LARISSA PRAZERES BRESCIANI DE FONTAN PEREIRA

A relação entre a surpresa nos lucros e as ações de crescimento/valor: uma análise do impacto do PEAD na rentabilidade das ações dos subsetores da construção civil, do comércio e de tecido, vestuário e calçados dentro do setor de consumo cíclico

Juiz de Fora

2026

LARISSA PRAZERES BRESCIANI DE FONTAN PEREIRA

A relação entre a surpresa nos lucros e as ações de crescimento/valor: uma análise do impacto do PEAD na rentabilidade das ações dos subsetores da construção civil, do comércio e de tecido, vestuário e calçados dentro do setor de consumo cíclico

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Profa. Dra. Flávia Vital Januzzi

**Juiz de Fora
2026**

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Pereira, Larissa Prazeres Bresciani de Fontan.

A relação entre a surpresa nos lucros e as ações de crescimento/valor: uma análise do impacto do PEAD na rentabilidade das ações dos subsetores da construção civil, do comércio e de tecido, vestuário e calçados dentro do setor de consumo cíclico / Larissa Prazeres Bresciani de Fontan Pereira. -- 2026.
30 f.

Orientadora: Flávia Vital Januzzi

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, 2026.

1. PEAD. 2. Ações de Valor. 3. Ações de Crescimento. 4. Rentabilidade. 5. Consumo Cíclico. I. Januzzi, Flávia Vital, orient. II. Título.

Para fazer jus ao título de bacharel, a versão final do Trabalho de Conclusão de curso, considerado Aprovado, devidamente conferida pela Secretaria do Curso de (colocar o nome do curso), deverá ser tramitada para o Repositório Institucional, dentro do prazo de 72 horas da realização da banca.

Juiz de Fora, 20 de janeiro de 2026.

Assinatura digital dos membros da Banca Examinadora



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Vital Januzzi, Professor(a)**, em 20/01/2026, às 10:48, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Eduardo Duarte Horta, Professor(a)**, em 20/01/2026, às 11:10, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fabricio Pereira Soares, Professor(a)**, em 20/01/2026, às 15:03, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Larissa Prazeres Bresciani de Fontan Pereira, Usuário Externo**, em 27/01/2026, às 13:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Ufjf (www2.ufjf.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **2825996** e o código CRC **24CBA99E**.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Termo de Declaração de Autenticidade de Autoria

Declaro, sob as penas da lei e para os devidos fins, junto à Universidade Federal de Juiz de Fora, que meu Trabalho de Conclusão de Curso é original, de minha única e exclusiva autoria e não se trata de cópia integral ou parcial de textos e trabalhos de autoria de outrem, seja em formato de papel, eletrônico, digital, audiovisual ou qualquer outro meio.

Declaro ainda ter total conhecimento e compreensão do que é considerado plágio, não apenas a cópia integral do trabalho, mas também parte dele, inclusive de artigos e/ou parágrafos, sem citação do autor ou de sua fonte. Declaro por fim, ter total conhecimento e compreensão das punições decorrentes da prática de plágio, através das sanções civis previstas na lei do direito autoral¹ e criminais previstas no Código Penal², além das cominações administrativas e acadêmicas que poderão resultar em reprovação no Trabalho de Conclusão de Curso.

Juiz de Fora, 19 de janeiro de 2026.

Documento assinado digitalmente
gov.br LARISSA PRAZERES BRESCIANI DE FONTAN PER
Data: 31/01/2026 23:45:48-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

LARISSA PRAZERES BRESCIANI DE FONTAN PEREIRA

¹ LEI Nº 9.610, DE 19 DE FEVEREIRO DE 1998. Altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

² Art. 184. Violar direitos de autor e os que lhe são conexos: Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano ou multa.

A relação entre a surpresa nos lucros e as ações de crescimento/valor: uma análise do impacto do PEAD na rentabilidade das ações dos subsetores da construção civil, do comércio e de tecido, vestuário e calçados dentro do setor de consumo cíclico.

Larissa Prazeres Bresciani de Fontan Pereira¹

RESUMO

O *post-earnings announcement drift* (PEAD), ou surpresa nos lucros, tem ganhado cada vez mais espaço nos debates acadêmicos por revelar exatamente como o mercado digere a publicação de dados contábeis. O objetivo geral deste estudo foi o de investigar se, em uma estratificação de três diferentes subsetores do setor de Consumo Cíclico, os investidores de ações de crescimento/valor tendem a reagir ao efeito da publicação de resultados financeiros acima ou abaixo do esperado pelo mercado. Como método, foi empregada a regressão em painel considerando a presença de efeitos fixos ou aleatórios, a depender dos resultados dos testes. O que os dados mostraram foi revelador e contrariou certas expectativas teóricas: o impacto das informações contábeis inesperadas se mostrou muito mais forte e consistente nas empresas de crescimento (aquelas com baixo *book-to-market*). Concluiu-se que para essas empresas onde a expectativa de expansão futura é alta, o mercado parece exigir uma validação constante da capacidade de gerar lucros. Quando o resultado surpreende, a resposta no preço da ação é intensa. Já nas empresas de valor, essa sensibilidade foi baixa ou inexistente, sugerindo que a precificação desses ativos obedece a outras lógicas e não oscila tanto em função de uma surpresa trimestral isolada.

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

ABSTRACT

Post-earnings announcement drift (PEAD), or earnings surprise, has gained increasing prominence in academic debates for revealing exactly how the market interprets the publication of accounting data. The general objective of this study was to investigate whether, within a stratification of three different subsectors of the Cyclical Consumption sector, investors in growth/value stocks tend to react to financial results announcements that are above or below market expectations. Regarding the method, panel data regression was employed, considering the presence of fixed or random effects, depending on the test results. What the data showed was revealing and contradicted certain theoretical expectations: the impact of unexpected accounting information proved to be much stronger and more consistent in growth companies (those with low book-to-market ratios). It was concluded that for these companies, where the expectation of future expansion is high, the market seems to demand constant validation of the capacity to generate profits. When results are surprising, the response in the share price is intense. Conversely, in value companies, this sensitivity was low or non-existent, suggesting that the pricing of these assets follows other dynamics and does not fluctuate as much due to an isolated quarterly surprise.

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

¹ Graduanda em Administração pela Universidade Federal de Juiz de Fora/FACC. E-mail: larissa.bresciani@estudante.uff.br

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 em que os 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. Os resultados evidenciaram que as ações de valor sofrem maior valorização perante o PEAD, já as de crescimento se valorizam menos. Logo, a estratégia de comprar e vender ações considerando o PEAD, sejam de valor ou crescimento, pode trazer ganhos significativos para o investidor.

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 as 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 as de crescimento. Adicionalmente, entende-se que a hipótese da

incerteza de informações mostra-se correta, o que implica em reações mais discretas diante do PEAD.

Dado o exposto, o objetivo geral da presente pesquisa é o de averiguar se os investidores de ações de crescimento/valor tendem a reagir ao efeito da publicação de resultados financeiros acima ou abaixo do esperado pelo mercado, fazendo uma junção prática do PEAD (ou surpresa nos lucros) com o dilema crescimento/valor. Tal relação será avaliada com foco específico no setor de Consumo Cíclico, estratificado nos subsetores de Construção Civil, Comércio e Tecidos, Vestuário e Calçados. A escolha por estes segmentos justifica-se pelo fato de serem setores que reagem mais rápido a qualquer alteração nos juros e na disponibilidade de crédito. Historicamente, estes são os setores mais sensíveis às oscilações da Taxa Selic, uma vez que suas receitas dependem diretamente da renda disponível das famílias e da acessibilidade ao financiamento².

Atinente aos objetivos secundários, estabelecer-se-á:

- Computar a medida de PEAD para todos os trimestres das empresas da amostra, utilizando como métrica a medida de SUE, desenvolvida por Latané e Jones (1977), e descrita na seção da metodologia;
- Estruturar o portfólio de firmas classificando as ações em valor ou crescimento;
- Estimar a relação entre a rentabilidade das empresas de valor e crescimento e a variável PEAD (surpresa nos lucros, mensurada pelo SUE) através dos modelos econométricos propostos.
- Adicionalmente, ainda em relação a esses modelos, calcular e incluir as variáveis de controle fundamentalistas.
- Analisar eventuais diferenças que possam existir considerando os distintos subsetores averiguados.

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

²GONÇALVES FILHO, Jorge. Taxa Selic a 15% ao ano eleva significativamente os riscos de recessão no varejo. Mercado e Consumo, São Paulo, 18 de nov. de 2025. Disponível em: <<https://mercadoeconsumo.com.br/18/11/2025/artigos/taxa-selic-a-15-ao-ano-eleva-significativamente-os-riscos-de-recessao-no-varejo/>>. Acesso em: 04 de jan. de 2026.

Juros em 15% travam setores estratégicos da economia brasileira; entenda. CNN Brasil, São Paulo, 09 de nov. de 2025. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/juros-em-15-travam-setores-estrategicos-da-economia-brasileira-entenda/>>. Acesso em: 04 de jan. de 2026.

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 dentro de um recorte setorial específico pode auxiliar na escolha das ações mais resilientes para compra em função de informações contábeis que ocorram fora do nível esperado pelo mercado. Posto isso, espera-se que este estudo seja útil ao mercado de capitais brasileiro de forma geral.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesse tópico serão apresentados os principais aspectos relacionados à: 1) teoria de mercado eficiente que embasa principalmente a lógica do PEAD, 2) conceituação do PEAD, das ações de valor e crescimento, e dos principais estudos pertinentes a esses três temas.

2.1 Aspectos Conceituais: Hipótese do Mercado Eficiente

A hipótese do mercado eficiente (HME), desenvolvida por Eugene Fama, na década de 60, é a teoria a partir da qual sustenta-se que um mercado pode ser considerado eficiente quando os preços dos ativos financeiros refletem todas as informações disponíveis no mercado (Fama, 1970). Essa teoria tem, em sua raiz, fundamental contribuição do matemático francês Louis Bachelier que, em 1900, em sua tese *Théorie de la Spéculation*, propôs que os movimentos dos ativos são imprevisíveis e se comportam de maneira aleatória, sendo impossível prever os movimentos futuros dos preços com base nas informações passadas. Para Fama (1970), portanto, os preços dos ativos se ajustam instantaneamente para refletir qualquer nova informação, sendo impossível, assim, superar o mercado por meio de uma análise técnica ou de uma análise fundamentalista, ou seja, em um mercado eficiente, partindo-se dessa premissa (de que os preços já refletem todas as informações disponíveis), não há que se cogitar a existência de oportunidades para retornos anormais com base em informações públicas (Martinez, 2006).

Para sustentar a hipótese do mercado eficiente, as pesquisas empíricas realizadas por Fama (1970) buscaram entender se os preços refletiam plenamente conjuntos específicos de informações e com qual velocidade essas informações afetavam os preços dos ativos, isto é,

como os diferentes níveis de informações refletiam nos preços dos ativos. Para isso foram realizadas três categorias de testes, os testes de forma fraca, os testes de forma semiforte e os testes de forma forte”.

Nos testes de forma fraca o objetivo era testar a lucratividade utilizando de preços passados, ou retornos passados, para obter alguma vantagem sobre o mercado (Fama, 1970). Para validar a hipótese, foi analisada a correlação entre a taxa de retorno de um ativo e a taxa de retorno do mesmo ativo em período posterior e, para que o mercado fosse considerado eficiente, esse coeficiente deveria ser próximo de zero, caso contrário, o mercado seria ineficiente e essa correlação poderia ser utilizada para prever retornos futuros.

Nos testes de forma semiforte, por sua vez, os preços deveriam refletir tanto o seu comportamento passado, como as informações publicamente disponíveis. Nessa hipótese, por exemplo, quando são divulgados os lucros de determinada empresa, essa informação é incorporada imediatamente ao preço dos ativos, não existindo margem ou oportunidade de obtenção de lucros anormais (Fama, 1970).

Já os testes de forma forte preocuparam-se com as informações privilegiadas e em como elas refletiam nos preços, ou seja, todas as informações, sejam elas públicas ou privadas, estarão refletidas no preço. Isso significa dizer que, ainda que determinada informação seja conhecida por apenas um investidor, ela já estaria imediatamente incorporada no preço do ativo, não permitindo a obtenção, a partir de seus efeitos, de um lucro anormal (Fama, 1970).

Em resumo, o que Fama (1970) buscava evidenciar, a partir da hipótese do mercado eficiente, é que toda a informação disponível já está refletida sobre os preços e que nenhuma informação superveniente ajudará um investidor a obter lucros anormais, por mais privilegiada que ela seja.

Diante do que se evidencia, sob o pressuposto sustentado pela HME de que os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis no mercado de forma instantânea e eficiente, tudo aquilo que a desafiasse consistiria em uma anomalia do mercado financeiro. Assim, a percepção positiva quanto à existência do fenômeno do *post-earnings announcement drift* põe à prova a hipótese do mercado eficiente, na medida em que, se de fato os preços dos ativos realmente refletissem todas as informações disponíveis de forma eficiente, não haveria espaço para o PEAD, no entanto, a sua persistência sugere que os investidores podem, sim, obter retornos anormais explorando uma certa tendência de preço após a divulgação de resultados.

Essa incongruência entre a HME e a evidência empírica do PEAD provê terreno fértil para o debate acerca da eficiência dos mercados financeiros. Para aqueles que defendem a

HME, o PEAD pode ser resultado de fatores específicos e temporários, como vieses comportamentais ou custos de transação, já os críticos da teoria sugerem que a anomalia indica uma ineficiência sistemática nos mercados financeiros, que os investidores podem explorar para obter retornos anormais.

2.2 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. Essa anomalia, segundo Fink (2021), desafia a hipótese do mercado eficiente, pois sugere que as informações divulgadas nos relatórios de resultados não são totalmente incorporadas instantaneamente aos preços das ações, e que o movimento de influência dessas informações sobre o preço dos ativos é lento, gradual e, de certo ponto, previsível. Chordia *et al* (2009), mais especificamente, apontam que o fenômeno viola a forma semiforte da HME.

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 HME, 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. Explicação esta que, na mesma direção do que defende Fink (2021), desafia a HME, por evidenciar que as informações divulgadas não são imediatamente incorporadas ao preço do ativo. Importante destacar, ainda, colocação de Bernard e Thomas (1989) de que, 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 pode-se considerar inesperado (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 a 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 da 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 uma importante determinante quando se busca explicar o comportamento do mercado frente a 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 para 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 PEAD.

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. Desta 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.

É nesse sentido que, coadunando-se com o que fora levantado por Ball e Brown (1968), Martinez (2006) reafirma o conceito de surpresa nos lucros como fenômeno que “ocorre quando o resultado anunciado fica acima (abaixo) das suas expectativas, caracterizando uma surpresa positiva (negativa), da qual decorre uma alteração de expectativas, com prováveis efeitos nos preços das ações”. O autor destaca que o centro das decisões dos investidores gira em torno da percepção de que o lucro corrente prediz o lucro futuro. Desta forma, a reação do mercado tende a acompanhar o mesmo sentido da surpresa nos lucros, ou seja, ao se depararem com um lucro superior ao esperado, as ações tendem a valorizar, enquanto um prejuízo inesperado acarreta desvalorização dos papéis (Martinez, 2006).

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).

Enriquecendo a pesquisa, Coelho e Colauto (2021) incluíram como fator a ser verificado, quando buscaram entender a ocorrência do PEAD no mercado brasileiro, se o retorno anormal decorrente do fenômeno poderia ser atenuado pela presença de investidores institucionais, no sentido de que a maior concentração desses investidores pudesse moderar o impacto do PEAD nos preços dos ativos, hipótese, porém, que não foi confirmada.

Paulo, Sarlo Neto e Santos (2012) obtiveram resultados mais céticos em relação à ocorrência do PEAD no mercado brasileiro. Observaram os autores 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).

2.3 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, and Pantzalis (2004), em pesquisa conduzida para entender a razão pela qual existiria uma diferença entre os retornos produzido 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 à resultados negativos passados quando diz respeito à 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. Desta forma, essa extensa e variada gama de opiniões divergentes entre si configurariam 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 à 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, confirmaram, 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 o 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) buscou entender se no mercado brasileiro a anomalia também estaria presente e, em caso positivo, quais as 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 daquelas 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 havia-se 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 superior quando comparadas às ações de valor. A justificativa apresentada para essa dissonância está no fato desta 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). Conclusão semelhante foi encontrada por Geraldles (2014).

2.4 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 trazidos, 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 comparada 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 relacionados 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 ocasionavam 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 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 se tratando de ações de crescimento.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e a variável PEAD (mensurada pelo SUE)

Foram coletados dados trimestrais de 59 empresas listadas na B3 (ativas e inativas) e classificadas como pertencentes ao setor de consumo cíclico, subsetores de construção civil, comércio, e tecido, vestuário e calçados, sendo 25 do primeiro subsetor, 17 do segundo e 17 do terceiro, entre o período de janeiro de 1994 a dezembro de 2021, em frequência trimestral. A

escolha do ano de 1994 decorre do início Plano Real. As firmas que não possuísem pelo menos as informações do SUE e retorno trimestral (1º e 2º trimestre) foram descartadas da amostra. As 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*) a pesquisadora poderia acabar por tendenciar essa análise comportamental objeto desse 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 como variáveis de controle 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 abaixo 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 de Líquidez Corrente	Igual a 1 se a variação for positiva, igual a 0 para o contrário.	Alterações na capacidade da empresa de cumprir obrigações de curto prazo.
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 pela autora com base em Piotroski (2000) e Galdi e Lima (2016).

Baseado em Mohanram (2005) e Galdi e Lima (2016), estabelece-se os sinais fundamentalistas das ações de crescimento, chamados de *BrG_Score*. Para encontrar *BrG_Score*, empregou-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 abaixo 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	Ver Quadro 1.

		período, igual a 0 para o caso oposto.	
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 pela autora 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. Dessa forma a classificação do retorno de 1 trimestre se refere à rentabilidade obtida pelo investidor para uma janela de um trimestre após a divulgação dos

resultados de determinada entidade. O primeiro retorno trimestral seria obtido por exemplo pela razão do Preço de 15 de Agosto do Ano x pelo Preço de 15 de Maio do Ano x; já o próximo retorno trimestral seria obtido pela razão do preço de 15 Novembro do Ano x, pelo preço de 15 de Agosto do Ano X, e assim sucessivamente.

Já a classificação do retorno de 2 trimestres se refere à rentabilidade obtida pelo investidor para uma janela de dois trimestres após a divulgação dos resultados de determinada entidade. Nesse contexto, o retorno acumulado seria obtido por exemplo pela razão do Preço de 31 de Março do Ano x pelo Preço de 15 de Agosto do Ano X-1; já o próximo retorno acumulado seria obtido pela razão do preço de 15 Maio do Ano x, pelo preço de 15 de Novembro do Ano X-1, e assim sucessivamente.

Como método de pesquisa empregou-se a regressão em painel. Inicialmente, via aplicação da regressão estimou-se a relação do PEAD (mensurada pela variável q_{SUE}) com o retorno das ações de crescimento e valor:

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

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

Nessa conjectura, $R_{i,t+r}$ (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 subsetor distinto, conforme expresso a seguir, no quadro 3:

Quadro 3 – Empresas segmentadas pelos setores da B3

Subsetor	Amostra Final (4º Trimestre de 2021)
Construção Civil	25
Comércio	17
Tecido, vestuário e calçados	17
Total	59

Fonte: Elaborado pela autora 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

Nessa 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 obtidos após a divulgação dos Resultados) - Empresas de Valor

Variável	SUE	Retorno de um trimestre	Retorno de dois trimestres
Média	0.1570	0.09421	0.1384
Mediana	0.0000	0.02778	0.0564
Mínimo	-3.2047	-0.65522	-0.7919
Máximo	3.6309	1.75943	2.1775
1º Quartil	-0.5734	-0.11264	-0.2096
3º Quartil	0.8804	0.22118	0.3597

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme observado na Tabela 1, o SUE das empresas de valor obteve média (0,1570) positiva, indicando que as empresas de valor analisadas reagiram mais positivamente do que negativamente em relação à divulgação do lucro trimestral. No que diz respeito à mediana do SUE, as ações de valor têm uma reação praticamente nula às notícias divulgadas. No que tange à rentabilidade, há uma forte presença de outliers positivos que distorcem sua média. Isso é evidente ao comparar a média dos retornos de um trimestre obtidos após a divulgação dos resultados (9,42%) com a sua mediana (2,77%). O mesmo padrão ocorre para o retorno de dois

trimestres após a divulgação do resultado, onde a média é de 13,84% contra uma mediana de apenas 5,64%.

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 obtidos após a divulgação dos Resultados) - Empresas de Crescimento

Variável	SUE	Retorno de um Trimestre	Retorno de dois Trimestres
Média	0.1060	0.03971	0.12050
Mediana	0.0000	0.00546	0.04075
Mínimo	-3.6035	-0.80500	-0.90930
Máximo	3.4179	1.58696	2.81231
1º Quartil	-0.3858	-0.13479	-0.17039
3º Quartil	0.8092	0.19466	0.31899

Fonte: Dados da pesquisa.

Comparativamente às empresas de valor, as empresas de crescimento apresentam um SUE médio positivo inferior (0,1060), demonstrando que existe uma reação menor do mercado à ocorrência de lucros contábeis acima do esperado. Além disso, o retorno médio de um trimestre após a divulgação dos resultados foi de 3,97%, patamar inferior ao registrado pelas empresas de valor. Ainda assim, a assimetria da distribuição é notável: a média é substancialmente superior à mediana de apenas 0,55%, o que sugere que o desempenho médio do grupo é sustentado por *outliers* positivos, mascarando um desempenho mediano próximo de zero para a maioria da amostra.

Os resultados presentes nas Tabelas 1 e 2 podem ser corroborados por Fink (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 subsetor dentro do setor econômico de consumo cíclico 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 subsetor, tanto para o retorno de 1 e 2 trimestres obtidos após a divulgação dos resultados financeiros da empresa:

Quadro 4: Resultados dos modelos de regressão: retorno obtido passado 1 trimestre após a divulgação dos resultados - Empresas de Valor

Subsetor	Variável	Coeficiente	p-value
Construção Civil	SUE	0,055187	0,1602
	BRF_Score	0,040193*	0,0685
Comércio	SUE	-0,038333	0,6853
	BRF_Score	-0,016174	0,5311
Tecido, vestuário e calçados	SUE	0,034069	0,2352
	BRF_Score	-0,018959	0,4414

Fonte: Dados da pesquisa.

*Coeficiente significativo a 10% de nível de significância

Quadro 5: Resultados dos modelos de regressão: retorno obtido passado dois trimestres após a divulgação dos resultados - Empresas de Valor

Setor	Variável	Coeficiente	p-value
Construção Civil	SUE	0,096149	0,1035
	BRF_Score	0,034315	0,2940
Comércio	SUE	0,134593*	0,07611
	BRF_Score	-0,025003	0,58184
Tecido, vestuário e calçados	SUE	0,00481924	0,8950
	BRF_Score	-0,00066598	0,9830

Fonte: Dados da pesquisa.

*Coeficiente significativo a 10% de nível de significância

A análise segmentada por subsetores aprofunda a discussão e acaba por trazer evidências que desafiam os paradigmas teóricos tradicionais.

O que se evidencia através dos quadros 4 e 5 é que, nas empresas de valor, o comportamento dos indicadores fundamentalistas diverge do esperado pela literatura. Ao revés do que Galdi e Lima (2016) e Piotroski (2000) defendem quanto à significância estatística dos indicadores fundamentalistas, os dados mostraram que o BRF_Score não obteve significância

estatística consistente, exceto por uma relação marginal no subsetor de Construção Civil no primeiro trimestre. Nos demais subsetores de Comércio e Tecido, Vestuário e Calçados, a ausência de significância indica que os fundamentos contábeis não foram o principal motor de precificação para as empresas de valor nesta amostra, contrariando a eficácia preditiva sugerida.

Ainda no contexto das empresas de valor, a reação ao lucro inesperado (SUE) mostrou-se tímida. Apenas no subsetor de Comércio, durante a análise do retorno de dois trimestres obtidos após a divulgação dos resultados, houve significância estatística, enquanto os outros dois subsetores ignoraram completamente as surpresas de lucros. Esses achados geram um contraponto importante à teoria de Yan e Zhao (2011), que postulam que ações de valor, por terem maior risco informacional, deveriam reagir com mais afinco às surpresas negativas e positivas do que as ações de crescimento. Os resultados aqui descritos mostram o oposto: a sensibilidade das empresas de valor ao SUE foi baixa e assistemática.

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 e um baixo P/VPA), com dificuldades em se estabelecer no cenário econômico, ou aquelas subavaliadas pelo mercado, uma vez que não foram todos os subsetores a obter significância estatística no SUE.

No que se refere as 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. Para esse segmento de empresas, esses foram os resultados encontrados, organizados por subsetor, tanto para o retorno de 1 e 2 trimestres obtidos após a divulgação dos resultados financeiros da empresa:

Quadro 6: Resultados dos modelos de regressão: retorno obtido passado um trimestre após a divulgação dos resultados - Empresas de Crescimento

Subsetor	Variável	Coefficiente	p-value
Construção Civil	SUE	0,031725*	0,005677
	BRG_Score	0,037478*	0,002925
Comércio	SUE	0,0076011	0,7085
	BRG_Score	-0,0124824	0,5892
Tecido, vestuário e calçados	SUE	0,066236*	0,00610
	BRG_Score	0,051946*	0,05249

Fonte: Dados da pesquisa.

*Coeficiente significativo a 10% de nível de significância

Quadro 7: Resultados dos modelos de regressão: retorno obtido passado dois trimestres após a divulgação dos resultados - Empresas de Crescimento

Setor	Variável	Coeficiente	p-value
Construção Civil	SUE	0,041641*	0,009416
	BRG_Score	0,055388*	0,001659
Comércio	SUE	0,026718	0,4852
	BRG_Score	0,011003	0,7546
Tecido, vestuário e calçados	SUE	0,13323382*	0,0094
	BRG_Score	-0,01799041	0,7263

Fonte: Dados da pesquisa.

*Coeficiente significativo a 10% de nível de significância

No que diz respeito às empresas de crescimento, percebe-se que estas demonstraram uma aderência superior aos modelos. No subsetor da Construção Civil, tanto o SUE, quanto o BRG_Score foram estatisticamente significantes em ambos os retornos avaliados. Da mesma forma, no setor de Tecido, Vestuário e Calçados, o SUE apresentou coeficiente expressivo para o retorno acumulado após dois trimestres passados da divulgação dos resultados.

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 subsetores, com significância estatística no SUE, é superior nas empresas de crescimento do que nas de valor.

5 CONCLUSÃO

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

Nesta pesquisa objetivou-se averiguar se, em uma estratificação de três diferentes subsetores do setor de Consumo Cíclico, os investidores de ações de crescimento/valor tendem

a reagir ao efeito da publicação de resultados financeiros acima ou abaixo do esperado pelo mercado.

Para tal foi empregada como amostra dados de 59 empresas listadas na B3 (ativas e inativas) e classificadas como pertencentes ao setor de consumo cíclico, subsetores de construção civil, comércio, e tecido, vestuário e calçados, sendo 25 do primeiro subsetor, 17 do segundo e 17 do terceiro, 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 suma, o que os dados revelaram é que o fator surpresa nos balanços contábeis tem um peso muito maior para as empresas de crescimento, aquelas com baixo *book-to-market*, ou seja, naquelas cujo valor de mercado supera o valor contábil. Percebe-se uma dinâmica clara nesse grupo: diferentemente do que ocorre com as empresas de valor, aqui a relação é direta e consistente. Quanto mais o resultado surpreende positivamente (SUE), mais forte é a resposta na rentabilidade das ações.

Olhando especificamente para os setores de Construção Civil e de Tecidos, Vestuário e Calçados, essa relação se provou estatisticamente robusta dentro do grupo de crescimento. A leitura que se faz é que o mercado exige dessas empresas uma confirmação contínua da capacidade de gerar lucro.

Por outro lado, as empresas de valor (alto *book-to-market*) parecem jogar outro jogo. A sensibilidade delas aos resultados trimestrais foi praticamente nula, aparecendo de forma muito discreta apenas no setor de Comércio considerando o retorno obtido após dois trimestres dada a publicação dos resultados. Isso sugere que o preço desses ativos está ancorado em outros fundamentos ou expectativas de longo prazo, e não reage tanto ao efeito de curto prazo de um resultado trimestral.

Importante ressaltar que a principal limitação deste estudo refere-se ao tamanho da amostra. Por se tratar de uma análise focada especificamente em determinados subsetores dentro do setor de Consumo Cíclico na B3, o número de empresas que compuseram a amostra é reduzido em comparação com estudos similares internacionais e no próprio âmbito da B3.

Uma outra limitação enfrentada pelo presente estudo foi a não atualização da base de dados em razão da impossibilidade de acesso ao Economatica, ficando os dados restritos ao que se teve acesso, até o ano de 2021.

Para trabalhos futuros, talvez seja interessante expandir a metodologia aplicada neste estudo para outros setores, realizando diferentes agrupamentos e comparações, como forma de

se verificar se o comportamento observado aqui se confirma, de alguma maneira, em diferentes segmentos.

REFERÊNCIAS

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, p. 159-178, 1968. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2490232>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

BASU, Sanjoy. 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)>. Acesso em: 03 jul. 2024.

BERNARD, Victor L.; THOMAS, Jacob 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

BONA, Sergio de. **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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

CHAN, Louis KC; JEGADEESH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

CHORDIA, Tarun *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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

COELHO, Éverton Galhoti; COLAUTO, Romualdo Douglas. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

COLLA, Paolo; IPPOLITO, Filippo; LI, Kai. Debt specialization. **The Journal of Finance**, v. 68, n. 5, p. 2117-2141, 2013. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/jofi.12052>>. Acesso em: 08 jul. 2024.

CORDEIRO, Rebeca Albuquerque; MACHADO, Márcio André Veras. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

CUNHA ARAÚJO, Rebeca Cordeiro da; MACHADO, Márcio André Veras; MARTINS, Vinícius Gomes. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

DOUKAS, John 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

DUONG, Chau; PES CETTO, Gioia; SANTAMARIA, Daniel. 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, 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/1351847X.2012.722117>>. Acesso em: 16 jul. 2024.

FAMA, Eugene F. Efficient market hypothesis: A review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 28-30, 1970. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2325486>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

FINK, Josef. 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>>. Acesso em: 20 jul. 2024.

FREEMAN, Robert N.; TSE, Senyo. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

GALDI, Fernando Caio; LIMA, Vinícius Souto-Maior. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

GONÇALVES FILHO, Jorge. Taxa Selic a 15% ao ano eleva significativamente os riscos de recessão no varejo. Mercado e Consumo, São Paulo, 18 de nov. de 2025. Disponível em: <<https://mercadoeconsumo.com.br/18/11/2025/artigos/taxa-selic-a-15-ao-ano-eleva-significativamente-os-riscos-de-recessao-no-varejo/>>. Acesso em: 04 de jan. de 2026.

Juros em 15% travam setores estratégicos da economia brasileira; entenda. CNN Brasil, São Paulo, 09 de nov. de 2025. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/juros-em-15-travam-setores-estrategicos-da-economia-brasileira-entenda/>>. Acesso em: 04 de jan. de 2026.

LAKONISHOK, Josef; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

LA PORTA, Rafael. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

LA PORTA, Rafael *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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

LATANÉ, Henry A.; JONES, Charles P. Standardized Unexpected Earnings – A Progress Report. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 5, p. 1457–65, 1977. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/2326803>>. Acesso em 10 jan. 2026.

LI, Ruihai *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>>. Acesso em: 15 jul. 2024.

MARTINEZ, Antonio Lopo. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

MEDEIROS, Jislene Trindade. **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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

MOHANRAM, Partha 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>>. Acesso em: 16 jul. 2024.

PAULO, Edilson; NETO, Alfredo Sarlo; DOS SANTOS, Mateus Alexandre Costa. Reação do preço das ações e intempestividade 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

PIOTROSKI, Joseph 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, Luciano Martin; SOARES, Rodrigo Oliveira; SOARES, Karina Talamini Costa. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

SANTANA, Verônica de Fátima; BLACK, Ervin L.; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. 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>>. Acesso em: 24 jul. 2024.

SANTOS, Alexandre Metello de Castro. **Post-earnings announcement drift no mercado de ações brasileiro**. 2014. Tese de Doutorado. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/13718>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

SANTOS, Leandro da Rocha; MONTEZANO, Roberto Marcos da Silva. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

SOUZA, Clebia Pettene de; GALDI, Fernando Caio. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.

YAN, Zhipeng; ZHAO, Yan. 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>>. Acesso em: 03 jul. 2024.