

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

IRIS MARIA OLIVEIRA DE SOUSA

***DISCLOSURE DO GUIDANCE* E EXCESSO DE CONFIANÇA: ANÁLISE DA
RELAÇÃO ENTRE PROJEÇÕES CONFIANTES E O VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS**

JOÃO PESSOA – PB

2025

IRIS MARIA OLIVEIRA DE SOUSA

***DISCLOSURE DO GUIDANCE E EXCESSO DE CONFIANÇA: ANÁLISE DA
RELAÇÃO ENTRE PROJEÇÕES CONFIANTES E O VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS***

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Finanças

JOÃO PESSOA – PB

2025

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

S725d Sousa, Iris Maria Oliveira de.

Disclosure do guidance e excesso de confiança :
análise da relação entre projeções confiantes e o valor
de mercado das empresas / Iris Maria Oliveira de Sousa.
- João Pessoa, 2025.
127 f. : il.

Orientação: Wenner Glaucio Lopes Lucena.
Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Valor de mercado - empresas. 2. Finanças
comportamentais. 3. Guidance. I. Lucena, Wenner Glaucio
Lopes. II. Título.

UFPB/BC

CDU 332.622(043)


IRIS MARIA OLIVEIRA DE SOUSA

***DISCLOSURE DO GUIDANCE E EXCESSO DE CONFIANÇA: ANÁLISE DA
RELAÇÃO ENTRE PROJEÇÕES CONFIANTES E O VALOR DE MERCADO
DAS EMPRESAS***


Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), na linha de pesquisa Contabilidade e Finanças, em cumprimento às exigências para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado: em 09/12/2025

Banca Examinadora

Documento assinado digitalmente
 **WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA**
Data: 16/12/2025 21:38:09-0300
Verifique em <https://validar.it.gov.br>


Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena
Presidente da Banca Examinadora – PPGCC/UFPB

Documento assinado digitalmente
 **ORLEANS SILVA MARTINS**
Data: 15/12/2025 22:45:34-0300
Verifique em <https://validar.it.gov.br>

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Membro Interno – PPGCC/UFPB

VAZ PALMEIRA Firmado digitalmente
RAFAEL - por VAZ PALMEIRA
71072044C RAFAEL - 71072044C
Fecha: 2025.12.15
21:18:58 +01'00'

Prof. Dr. Rafael Vaz Palmeira
Membro Externo – USAL

Documento assinado digitalmente
 **IRIS MARIA OLIVEIRA DE SOUSA**
Data: 15/12/2025 11:54:21-0300
Verifique em <https://validar.it.gov.br>

Iris Maria Oliveira de Sousa
Discente

Àquele que me criou com a ânsia de aprender e a lucidez para ver a incredulidade da minha própria ignorância, dedico este trabalho. Que a sabedoria divina continue a inspirar minha vida e a moldar meu caminho para viver em prol da Sua Glória.

AGRADECIMENTOS

Na onisciência de Seu poder, na grandiosidade do Seu amor e benevolência por mim, Ele me sustentou até aqui. Nada mais assertivo do que agradecer primeiramente àquele que me criou e constantemente me mostra sua bondade. A Ti, Deus, dedico este trabalho e os frutos das Tuas promessas em minha vida.

Dedico ainda, de forma especial e com coração transbordando gratidão, ao meu esposo Dayvison, que é meu suporte, incentivador e, sem dúvidas, meu maior fã. Sua crença em mim é uma fonte inesgotável de força que me impulsiona a sempre buscar o melhor. Obrigada por cada palavra de incentivo, cada gesto de amor e apoio... E por tudo aquilo que nenhum texto seria capaz de predizer!

Dedico também este trabalho à minha mãe, Adriana, ao meu pai, Jonas, e ao meu irmão, Italo, que em meio a tantos percalços da vida, nunca soltaram minha mão. O suporte que me propiciaram transcende palavras; foi um alicerce de amor e perseverança que moldou minha trajetória. Afinal, meu sucesso é medido pelo quão bem consigo honrar tudo que fizeram por mim, e por isso agradeço a vocês por me apoiarem a chegar aqui.

Quero também dedicar uma lembrança de amor e saudade à minha sogra, Luciana Felix (*in memoriam*). Sua memória será sempre uma luz em minha vida e uma inspiração silenciosa que guardarei com profundo afeto e gratidão. Obrigada por tudo que você representa.

Ah, e não posso esquecer de dedicar um agradecimento especial a minha filha felina, Bolinha, cuja companhia firme e silenciosa me trouxe conforto em longas noites de estudo e escrita. Seus ronrons foram abraços silenciosos, lembrando-me de que, mesmo nos momentos de esforço, há espaço para ternura.

Sou profundamente grata ao meu orientador, Prof. Dr. Wenner Lucena, pelo apoio que transcende o mestrado e reflete anos de parceria desde a graduação. Agradeço não apenas pelos direcionamentos acadêmicos, mas também pelos ensinamentos de vida que levarei comigo. Estendo minha gratidão a todos os professores que inspiraram e guiaram meu caminho, em especial ao Prof. Dr. Orleans Martins e ao Prof. Dr. Rafael Vaz Palmeira, pela dedicação e contribuição na banca.

Por fim, agradeço aos amigos que a UFPB me proporcionou, e que foram fontes de suporte, risos e afagos em diversos momentos dessa trajetória: Vitor Nayron, Adrielle Macedo, Danilo Amorim e Luana Bárbara. A todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para este trabalho, meu sincero e profundo obrigado.

Que este trabalho seja também um reflexo de toda a gratidão que carrego, de todos os gestos de amor e apoio que recebi e das memórias daqueles que, de alguma forma, continuam presentes na minha vida.

Que a educação, a pesquisa e a ciência, caminhos que abracei com alma e paixão, continuem sendo faróis que iluminam a escuridão da ignorância, despertam a curiosidade inquieta e plantam sementes de transformação no mundo. Que ensinar e aprender não sejam apenas atos, mas gestos de amor e coragem, capazes de tocar vidas, abrir horizontes e mostrar que, mesmo nos desafios, o conhecimento é sempre um caminho que dignifica e transforma.

Por fim, não posso senão agradecer a todos que fizeram parte desta caminhada.... A cada um de vocês, minha gratidão que ressoa em cada passo desta jornada e permanece viva em cada sonho que ainda ousou perseguir. Obrigada!

RESUMO

Esta pesquisa investiga a relação entre o excesso de confiança dos gestores, a prática de *Disclosure* do *Guidance* (projeções voluntárias) e o valor de mercado das empresas listadas na B3, no período de 2018 a 2024, resultando em uma amostra com 2.058 observações. A principal contribuição do estudo consiste na abordagem metodológica integradora adotada para mensurar o fenômeno comportamental do excesso de confiança. Propõe-se uma métrica dual, inédita no contexto nacional, que combina um índice interno — construído por meio de Análise de Componentes Principais (ACP) a partir de características do CEO, CFO e Diretor de Relações com Investidores, incluindo uma proxy baseada na exposição e atividade em redes sociais — e uma medida externa, fundamentada em decisões corporativas (investimentos, aquisições e endividamento). O *Guidance* foi mensurado por meio de um *checklist* multidimensional aplicado aos Formulários de Referência, superando as abordagens binárias tradicionais. Para lidar com a natureza censurada dos dados de *Disclosure* e com potenciais questões de endogeneidade, foram empregados modelos econométricos robustos, incluindo regressões Tobit e o Estimador Generalizado de Momentos (GMM). Os resultados empíricos indicam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre excesso de confiança e emissão de *Guidance*, levando à rejeição da hipótese H1, que previa uma associação positiva. Esse resultado sugere que gestores com níveis mais elevados de confiança tendem a divulgar menos projeções formais, possivelmente por considerarem que o mercado já é capaz de inferir seu desempenho futuro sem a necessidade de sinalizações adicionais. Essa relação negativa mostrou-se mais pronunciada para projeções de natureza financeira (H2), indicando que o viés comportamental pode exercer influência diferenciada sobre os componentes do *Disclosure* mais associados ao desempenho e às expectativas de mercado. A associação com projeções de investimentos (H3), embora presente, apresentou menor robustez estatística. Por fim, a hipótese H4 foi confirmada, apontando uma associação negativa entre projeções influenciadas pelo excesso de confiança e o valor de mercado das empresas, o que indica que o mercado pode ajustar negativamente a precificação diante de comunicações percebidas como excessivamente confiante. Em síntese, esta pesquisa avança na integração entre Finanças Comportamentais e a literatura de *Disclosure* voluntário, evidenciando que a ausência de divulgação também pode constituir um sinal comportamental relevante. Metodologicamente, apresenta um *framework* original e replicável. Do ponto de vista prático, os resultados reforçam a importância de considerar as características comportamentais dos gestores nas análises de comunicação corporativa de cunho voluntário e como isso impacta o valor de mercado das empresas.

Palavras-chave: *Guidance*; Excesso de Confiança; Valor de Mercado; Finanças Comportamentais; Divulgação Voluntária.

ABSTRACT

This research investigates the relationship between managerial overconfidence, the practice of *Guidance Disclosure* (voluntary forecasts), and the market value of companies listed on B3, covering the period from 2018 to 2024, resulting in a sample of 2,058 observations. The study's primary contribution lies in its integrative methodological approach for measuring the behavioral phenomenon of overconfidence. It proposes a dual metric, novel in the Brazilian context, which combines an internal index—constructed through Principal Component Analysis (PCA) from characteristics of the CEO, CFO, and Investor Relations Director, including a proxy based on social media exposure and activity—and an external measure, based on corporate decisions (investment, acquisitions, and indebtedness). *Guidance* was measured using a multidimensional checklist applied to the companies' Reference Forms, overcoming traditional binary approaches. To address the censored nature of *Disclosure* data and potential endogeneity issues, robust econometric models were employed, including Tobit regressions and the Generalized Method of Moments (GMM). The empirical results indicate a negative and statistically significant relationship between overconfidence and the *Disclosure of Guidance*, leading to the rejection of hypothesis H1, which predicted a positive association. This result suggests that more confident managers tend to disclose fewer formal projections, possibly because they believe the market can already infer their future performance without the need for additional signals. This negative relationship was more pronounced for financial projections (H2), indicating that the behavioral bias can exert a differentiated influence on *Disclosure* components more closely associated with performance and market expectations. The association with investment projections (H3), while present, showed less statistical robustness. Finally, hypothesis H4 was confirmed, pointing to a negative association between projections influenced by overconfidence and the market value of the companies, which indicates that the market may negatively adjust pricing in response to communications perceived as overly optimistic. In summary, this research advances the integration between Behavioral Finance and the voluntary *Disclosure* literature by showing that the absence of *Disclosure* can also constitute a relevant behavioral signal. Methodologically, it presents an original and replicable framework. From a practical standpoint, the results reinforce the importance of considering managers' behavioral characteristics in the analysis of voluntary corporate communication and its impact on firm market value.

Keywords: *Guidance*; Overconfidence; Market Value; Behavioral Finance; Voluntary *Disclosure*.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Checklist para mensuração do Disclosure de Guidance.....	39
Tabela 2 - Captação de Excesso de Confiança (Interno).....	42
Tabela 3 - Variáveis de Controle utilizada no estudo.....	46
Tabela 4 - Classificação do Ciclo de vida das empresas conforme Dickson (2011).....	47
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis	51
Tabela 6 - Médias por setor (para as variáveis Guidance e Excesso de Confiança)	53
Tabela 7 - Média do Índice de Guidance por setor.....	55
Tabela 8 - Média do Índice de Guidance e Excesso de Confiança ao longo dos anos.....	56
Tabela 9 - Médias por setor (Variáveis de controle)	58
Tabela 10 – Correlações entre Índice de Guidance e Excesso de Confiança	59
Tabela 11 - Regressões com e sem exposição midiática no Excesso de Confiança Interno	62
Tabela 12 - Regressões para cada tipo de Guidance	66
Tabela 13 - Modelos GMM.....	70
Tabela 14 - Média anuais das dimensões do Excesso de Confiança Interno	72
Tabela 15 - Média das dimensões do Excesso de Confiança Interno por setor.....	73
Tabela 16 - Análise de correlação das dimensões do Excesso de Confiança Interno com Índice de Guidance	75
Tabela 17 - Etapas e ferramentas usadas na Revisão Sistemática da Literatura (RSL)	92
Tabela 18 - Strings de pesquisa aplicada à Revisão Sistemática da Literatura (RSL)	93
Tabela 19 - Principais periódicos do corpus.....	96
Tabela 20 - Autores acoplados (artigos internacionais)	104
Tabela 21 - Autores mais cocitados do corpus textual (artigos internacionais)	109
Tabela 22 - Objetivos e Resultados dos trabalhos nacionais (Guidance).....	114
Tabela 23 - Proxies para captação do Guidance (trabalhos nacionais)	115
Tabela 24 - Objetivos e Resultados dos trabalhos nacionais (Excesso de Confiança).....	119
Tabela 25 - Proxies para captação do Excesso de Confiança (trabalhos nacionais)	121

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Sistematização do protocolo de pesquisa da Revisão Sistemática.....	95
Figura 2 – Quantidade de artigos sobre <i>Guidance</i> e Excesso de Confiança ao longo dos anos...	96
Figura 3 – Distribuição geográfica do corpus	97
Figura 4 – Coocorrência de palavras dos artigos do corpus	99
Figura 5 – Coocorrência de palavras dos artigos do corpus por ano	101
Figura 6 – Acoplamento Bibliográfico dos artigos do corpus.....	103
Figura 7 – Rede de Cocitação de autores	108
Figura 8 – Similitude das palavras que compõe o corpus de estudos nacionais	125

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACP – Análise de Componentes Principais

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

BM&Fbovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CEO – *Chief Executive Officer*

CEO/Chairman – *Chief Executive Officer/Chairman of the Board*

CFO – *Chief Financial Officer*

CODIM – Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

DAS – Divulgação Baseada em Associação

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*

ESG – *Environmental, Social, and Governance*

FE – Efeitos Fixos

HME – Hipótese do Mercado Eficiente

IA – Inteligência Artificial

IPOs – *Initial Public Offerings*

MTB – *Market-to-Book*

MVA – *Market Value Added* (Valor de Mercado Adicionado)

OLS – *Ordinary Least Squares* (Mínimos Quadrados Ordinários)

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

Q1/Q2/Q3/Q4 – Quartis de classificação de periódicos

RE – Efeitos Aleatórios

RRFF – Risco de Relatórios Financeiros Fraudulentos

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

RSL – Revisão Sistemática da Literatura

SJR – *SCImago Journal Rank*

SPACs – *Special Purpose Acquisition Companies*

TOPSIS – *Technique for Order of Preference by Similarity to Ideal Solution*

TUE – Teoria da Utilidade Esperada

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Regressão para a dimensão de excesso de investimentos	44
Equação 2 - Modelo econométrico para responder a H1 do estudo	47
Equação 3 - Modelo econométrico para responder a H2 e H3 do estudo	48
Equação 4 - Modelo econométrico para responder a H2 e H3 do estudo	48
Equação 5 - Modelo econométrico para responder a H2 e H3 do estudo	48
Equação 6 - Modelo econométrico para responder a H2 e H3 do estudo	48
Equação 7 - Modelo econométrico para responder a H4 do estudo	50

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Contextualização	13
1.2 Problema de Pesquisa	17
1.3 Objetivos.....	19
1.3.1 Objetivo Geral.....	19
1.3.2 Objetivos Específicos.....	19
1.4 Justificativas e Contribuições	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1 <i>Guidance</i>: compreensão teórica e empíricas das divulgações voluntárias.....	22
2.2 Excesso de confiança: perspectiva epistemológica sobre as Finanças Comportamentais e seus desdobramentos.....	25
2.3 Revisão Sistemática da Literatura sobre os constructos estudados	32
2.4 Desenvolvimento das hipóteses de pesquisa	34
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	37
3.1 Universo e amostra de Estudo	37
3.2 <i>Disclosure</i> do <i>Guidance</i>.....	38
3.3 Definição de Excesso de Confiança	40
3.3.1 Excesso de Confiança Interno	41
3.3.2 Excesso de Confiança Externo	44
3.4 Seleção de Variáveis e modelos Econométricos	45
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	51
4.1 Análises Estatísticas.....	51
4.2 Análises Inferenciais	61
4.3 Análise das dimensões de Excesso de Confiança Interno.....	72
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	77
REFERÊNCIAS	81
APÊNDICE A - Procedimentos Metodológicos da Revisão Sistemática da Literatura...	92
APÊNDICE B - Análise descritiva do corpus (Artigos Internacionais)	96
APÊNDICE C - Análise de coocorrência de palavras (Artigos Internacionais)	99
APÊNDICE D - Acoplamento bibliográfico (Artigos Internacionais).....	103
APÊNDICE E - Análise de Cocitação de Autores (Artigos Internacionais)	108
APÊNDICE F - Análise descritiva do Corpus (Artigos Nacionais sobre <i>Guidance</i>).....	112
APÊNDICE G - Análise descritiva do Corpus (Artigos Nacionais - Excesso de Confiança)	118
APÊNDICE H - Relacionamentos evidenciados entre as temáticas (Artigos Nacionais)	125

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A divulgação voluntária de *Guidance* fornece um paradoxo instigante da comunicação corporativa contemporânea. Enquanto se apresenta como mecanismo de transparência e redução de assimetrias informacionais, carrega em sua essência a subjetividade inerente aos julgamentos humanos, como o excesso de confiança. Esta tensão fundamental entre racionalidade técnica e comportamento decisório configura o cerne do problema investigativo desta dissertação, particularmente relevante em mercados emergentes como o brasileiro, marcados por fortes assimetrias informacionais.

A contabilidade, como ciência voltada à redução de problemas de agência, busca mitigar a assimetria informacional entre gestores e investidores por meio de informações fidedignas (Jensen & Meckling, 1976). Contudo, ao se concentrarem em eventos passados, os relatórios contábeis obrigatórios, por si só, são insuficientes para capturar o valor total da firma e antecipar seu desempenho futuro (Amir & Lev, 1996). Essa limitação abre espaço para as divulgações voluntárias, que complementam a informação contábil ao oferecer perspectivas gerenciais sobre o futuro e reduzir a incerteza dos investidores (Healy & Palepu, 2001).

Tais divulgações podem influenciar positivamente a percepção do mercado, reduzir o custo de capital e diluir a sensibilidade ao risco sistêmico (Verrecchia, 2001). Contudo, também podem gerar distorções se utilizadas de forma seletiva, priorizando apenas informações favoráveis (Dye, 1985). Entre essas práticas, destaca-se o *Guidance* (ou *Earnings Guidance*¹), um informativo voluntário por meio do qual empresas sinalizam suas projeções e perspectivas (Luo *et al.*, 2022). Ao reduzir a assimetria informacional e alinhar expectativas de mercado, o *Guidance* reforça o papel da transparência na construção de valor e confiança (Einhorn & Ziv, 2008; Hummel & Schlick, 2016).

Os estudos sobre *Guidance* evidenciam seu poder de moldar percepções e afetar o preço das ações, sobretudo no curto prazo (Brandão *et al.*, 2013; Domingos, 2022). Neste enredo, Arantes *et al.* (2023), sob as lentes do gerenciamento de impressões e da hipocrisia organizada, identificaram que empresas envolvidas em escândalos como Lava Jato (operação que revelou

¹ No contexto internacional, *earnings Guidance* refere-se especificamente à projeção de lucros divulgada por empresas. No entanto, nesta dissertação, o termo é utilizado em sentido mais amplo para abranger qualquer projeção de métricas financeiras ou operacionais divulgada voluntariamente pelas companhias na seção de projeções do formulário de referência.

um esquema sistêmico de corrupção envolvendo grandes corporações, contratos públicos e pagamento de propinas, gerando forte impacto na confiança do mercado) e Zelotes (investigação que expôs manipulações no CARF e compra de decisões fiscais por empresas, afetando diretamente a credibilidade corporativa e regulatória) adotaram tom mais positivo em seus relatórios antes da divulgação pública dos fatos, sugerindo o uso estratégico do *Guidance* para preservar imagem e confiança. Em contexto internacional, o *Guidance* também mostra que, em períodos de alta incerteza, as empresas tendem a evitar projeções financeiras, revelando que a emissão do informativo depende do ambiente informacional e das condições do mercado (Agapova & Madura, 2016).

A literatura evidencia, assim, o caráter multifacetado do *Guidance*: ora ferramenta de transparência, ora instrumento estratégico de gestão de percepções. Entre os efeitos positivos apontados estão: menor volatilidade das ações, maior confiança e aproximação com analistas, aumento da cobertura da empresa, redução do custo de capital e maior alinhamento de projeções (Anhalt, 2007; Han, 2013; Hirst *et al.*, 2008; Souza *et al.*, 2018). Contudo, o *Guidance* também revela aspectos negativos: empresas que o divulgam tendem a investir menos em P&D, adotando foco excessivo no curto prazo (Cheng *et al.*, 2005; Mahoney, 2008; Brandão *et al.*, 2013; Domingos, 2022). Além disso, Li *et al.* (2023) mostram que gestores frequentemente superestimam resultados e minimizam riscos, produzindo relatórios excessivamente otimistas.

Portanto, o *Guidance* apresenta natureza multifacetada, sendo sua divulgação fortemente dependente das decisões dos gestores, que podem ser afetadas por vieses cognitivos, como o excesso de confiança (Lichtenstein *et al.*, 1980; Chen *et al.*, 2015; Borgholthaus *et al.*, 2023). Este viés cognitivo manifesta-se na má calibração de julgamentos (Lichtenstein *et al.*, 1980), onde gestores superestimam suas capacidades preditivas e subestimam riscos (Chen *et al.*, 2015; Borgholthaus *et al.*, 2023). Assim, ao se reconhecer o gestor como protagonista nas decisões corporativas, especialmente na emissão de informativos ao mercado, torna-se essencial compreender os limites da racionalidade humana (Simon, 1955) e a influência de aspectos psicológicos e comportamentais na tomada de decisão corporativa (Hribar & Yang, 2016; Kahneman & Tversky, 1979).

Embora a emissão do *Guidance* seja tradicionalmente explicada por teorias racionais como a do *Disclosure* (Verrecchia, 2001), da Sinalização (Trueman, 1986) e dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976), a literatura recente reconhece a relevância dos vieses comportamentais. A literatura aponta que gestores excessivamente confiantes tendem a adotar menos conservadorismo contábil (Ahmed & Duellman, 2013) e a se envolver mais em práticas

de gerenciamento de resultados (Schrand & Zechman, 2012; Bzeouich *et al.*, 2025), ainda que mecanismos de governança e ética possam moderar tais efeitos (Marzouki & Amar, 2024).

Sobretudo, o impacto do excesso de confiança sobre o *Guidance* permanece ambíguo. Hribar e Yang (2016) identificam que CEOs excessivamente confiantes publicam previsões mais otimistas e com maior frequência, superestimando sua capacidade de previsão e subestimando riscos (Libby & Rennekamp, 2012; Ahmed & Duellman, 2013). Em contrapartida, Schrand e Zechman (2012) e Malmendier e Tate (2005) sugerem que essa mesma confiança pode reduzir a propensão ao *Disclosure*, pois gestores acreditam que seus resultados futuros dispensam sinalização ao mercado. Essa dualidade torna o tema especialmente relevante em economias emergentes, como o Brasil, marcadas por maior assimetria informacional (Nguyen *et al.*, 2025).

No contexto brasileiro, Dal Magro *et al.* (2018) verificaram que gestores menos confiantes tendem a gerenciar resultados para atender às expectativas de analistas, enquanto fatores contextuais e individuais, como autoconfiança e autoidentidade, também modulam o comportamento dos CEOs (Sumiyana *et al.*, 2023; Schneck & Hautz, 2024). Em ambientes de incerteza e menor concorrência, típicos de países em desenvolvimento, o excesso de confiança pode ser ainda mais acentuado (Sumiyana *et al.*, 2023), levantando questionamentos sobre o quanto as projeções divulgadas por meio do *Guidance* refletem julgamentos técnicos ou percepções superestimadas dos próprios gestores.

Embora o *Guidance* e o excesso de confiança sejam constructos distintos, ambos convergem em seus efeitos sobre o valor de mercado das empresas. O *Guidance* pode atuar como ferramenta de redução de volatilidade e estabilização de expectativas no curto prazo (Anhalt, 2007; Han, 2013; Hirst *et al.*, 2008; Souza *et al.*, 2018), enquanto o excesso de confiança pode distorcer decisões empresariais e comprometer o desempenho da firma, como no caso de superinvestimentos em P&D que reduzem o valor de mercado (Zavertiaeva *et al.*, 2018).

Assim, o excesso de confiança pode agravar a assimetria informacional, apresentando informações ao mercado distorcidas pela lente da má calibração, levando ao excesso de confiança. Isso, pois, gestores excessivamente confiantes podem distorcer informações para apresentar uma imagem otimista do desempenho da empresa, o que pode levar a decisões erradas que não atendem aos interesses dos investidores (Moreira *et al.*, 2023). Apesar de incentivar atitudes mais ousadas, esse viés pode gerar má calibração nas escolhas e afetar negativamente a percepção de mercado, e, em decorrência, seu valor (Kaplan *et al.*, 2022).

Diante desse cenário, a interação entre *Guidance*, excesso de confiança e valor de mercado revela uma dinâmica complexa, na qual a divulgação voluntária de projeções não é apenas um instrumento de transparência, mas também um reflexo de vieses comportamentais que podem distorcer a comunicação entre empresa e mercado.

Se, por um lado, o *Guidance* busca reduzir assimetrias informacionais e estabilizar expectativas, por outro, o excesso de confiança dos gestores pode comprometer sua eficácia, gerando impactos ambíguos no valor da empresa. Assim, compreender essa relação é essencial para elucidar como esses elementos moldam a percepção do mercado e a precificação de ativos em contextos de elevada incerteza e assimetria informacional.

A relevância de investigar, no momento atual, a relação entre excesso de confiança e divulgação de *Guidance* torna-se ainda mais evidente quando se observa as características estruturais do mercado brasileiro, reconhecido por sua elevada volatilidade, assimetria informacional e forte sensibilidade a choques econômicos e políticos (Silva *et al.*, 2023). Em economias emergentes como o Brasil, o *Disclosure* assume papel central para reduzir incertezas e coordenar expectativas, sobretudo em períodos marcados por fragilidade institucional e revisões frequentes nas projeções macroeconômicas. Esse cenário foi intensificado pelo efeito residual da COVID-19, que alterou padrões de comunicação corporativa, ampliou o grau de incerteza no comportamento dos investidores e expôs vulnerabilidades de práticas de divulgação que, por vezes, dependem excessivamente do julgamento subjetivo dos gestores.

Um exemplo recente que ilustra a materialidade do fenômeno é o caso do Banco do Brasil, cuja revisão de *guidance* em novembro de 2025 — reduzindo a projeção de lucro de R\$ 21–25 bilhões para R\$ 18–21 bilhões e elevando o custo de crédito estimado para o ano — desencadeou reações expressivas no mercado, destacando a discrepância entre as estimativas internas e o cenário efetivamente observado (Dantas, 2025). O episódio revela como decisões possivelmente influenciadas por vieses cognitivos, como excesso de confiança, podem afetar a credibilidade das projeções e, por consequência, o valor de mercado da firma. Nesse contexto de persistente volatilidade e alta sensibilidade dos investidores às informações divulgadas, torna-se oportuno e necessário examinar como o *Guidance* é construído, comunicado e interpretado, bem como compreender os potenciais efeitos comportamentais que moldam a precificação das empresas no mercado brasileiro contemporâneo.

Em síntese, para investigar essas relações, este estudo utiliza uma amostra composta por 2.058 observações de empresas listadas na B3, no período de 2018 a 2024, combinando métricas inovadoras de análise comportamental e de divulgação voluntária. O excesso de confiança dos gestores é mensurado por meio de uma abordagem dual — um índice interno

construído via Análise de Componentes Principais (considerando características do CEO, CFO e DRI, incluindo uma proxy derivada de exposição em redes sociais) e um indicador externo baseado em decisões corporativas, como investimentos, endividamento e aquisições.

O Guidance, por sua vez, foi capturado a partir de um *checklist* multidimensional aplicado aos Formulários de Referência, superando abordagens binárias tradicionalmente usadas no contexto brasileiro. Para lidar com características censuradas do *Disclosure* e potenciais questões de endogeneidade, são empregados modelos econométricos robustos, como regressões *Tobit* e o Estimador Generalizado de Momentos (GMM), permitindo uma análise mais completa da relação entre projeções, excesso de confiança e valor de mercado.

1.2 Problema de Pesquisa

A construção de expectativas por parte do mercado em relação ao desempenho futuro das empresas depende, em grande medida, da qualidade das informações voluntariamente divulgadas pelos gestores (Verrecchia, 2001). Nesse contexto, o *Guidance* surge como uma importante ferramenta estratégica de comunicação, com o potencial de reduzir a assimetria informacional e alinhar as percepções dos investidores às perspectivas internas da firma (Hummel e Schlick, 2016; Einhorn & Ziv, 2008; Luo *et al.*, 2022). No entanto, sendo um processo essencialmente decisório, a elaboração dessas projeções não está isenta de subjetividades, pelo contrário, ela reflete julgamentos individuais e percepções dos próprios gestores quanto ao futuro da empresa (Hribar e Yang, 2016; Chen *et al.*, 2015).

A literatura acadêmica, especialmente em finanças comportamentais, tem enfatizado que decisões corporativas são influenciadas por traços cognitivos dos decisores, e entre esses, o excesso de confiança tem ganhado destaque por sua capacidade de distorcer estimativas e expectativas. Estudos internacionais, como os de Hribar e Yang (2016) e Libby e Rennekamp (2012), investigaram como esse viés afeta a formulação de projeções, sugerindo que gestores excessivamente confiantes tendem a divulgar previsões mais otimistas e, em muitos casos, menos precisas. Se alinhando com a perspectiva de que o excesso de confiança pode comprometer a objetividade e a precisão do *Guidance*, levando a potenciais desalinhamentos entre as expectativas da gestão e os resultados reais, com implicações para as decisões dos investidores (Baginski *et al.*, 2018; Hribar & Yang, 2016; Hilary & Hsu, 2011).

Ainda assim, essa linha de investigação permanece pouco desenvolvida em mercados emergentes, particularmente no Brasil, onde a assimetria informacional é historicamente elevada (Lopes & de Alencar, 2010) e o *Guidance* ainda é adotado por uma parcela

relativamente pequena das empresas listadas (Arantes *et al.*, 2021). Como evidenciado na Revisão Sistemática da Literatura (RSL), embora a combinação dos termos “*earnings Guidance*” e “*CEO overconfidence*” tenha ganhado relevância internacional a partir de 2018, a integração entre esses temas permanece incipiente em nível nacional.

Os *clusters* identificados na análise bibliométrica desenvolvida na RSL revelam caminhos centrais de pesquisa, como o excesso de confiança e associação à emissão de previsões mais otimistas e imprecisas, bem como as reações do mercado a essas sinalizações podem variar conforme a credibilidade percebida. Contudo, nenhum dos estudos nacionais mapeados na RSL investiga a interação entre esses elementos simultaneamente, deixando em aberto questões relevantes sobre como as especificidades institucionais do contexto brasileiro moldam essa dinâmica.

Além disso, observa-se uma fragmentação na produção nacional sobre o tema. Trabalhos voltados ao *Guidance* tendem a se concentrar em aspectos normativos ou formais, como periodicidade das projeções ou aderência ao Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (CODIM) (Macedo *et al.*, 2014), enquanto os estudos sobre excesso de confiança investigam, em sua maioria, os efeitos desse viés sobre decisões de estrutura de capital ou gerenciamento de resultados (conforme explicitado na RSL).

Essa separação analítica desconsidera que projeções são, em última instância, fruto de decisões humanas sujeitas a julgamentos e vieses. Portanto, a ausência de investigações que articulem essas perspectivas contribui para uma compreensão parcial do fenômeno, e limita a capacidade de avaliar em que medida o comportamento dos gestores influencia o tipo de informação disponibilizada ao mercado.

O cenário brasileiro, por sua vez, apresenta características que tornam essa a ausência de investigação uma problemática. A baixa adesão ao *Guidance* (27%-45% das empresas, conforme Arantes *et al.*, 2021), a predominância de projeções de curto prazo (Brandão *et al.*, 2014), e o agravamento de vieses comportamentais em momentos de incerteza, como apontado por Santos *et al.* (2024), configuram um ambiente em que decisões enviesadas podem ter efeitos mais pronunciados sobre a formação de expectativas por parte dos investidores. Ademais, estudos como os de Zavertiaeva *et al.* (2018) e Chen *et al.* (2021) demonstram que o excesso de confiança pode induzir à formulação de sinalizações distorcidas, impactando negativamente a avaliação da empresa no mercado, seja por meio de sobrevalorização das ações ou por aumento do risco percebido.

Diante desse panorama, o problema de pesquisa não se restringe à escassez de estudos nacionais que integrem *Guidance*, excesso de confiança e valor de mercado, mas envolve a

relevância em compreender como essas dimensões se articulam em um contexto de baixa transparência informacional, elevada assimetria e crescente pressão por previsibilidade. Investigar essa interação é essencial para compreender os limites da sinalização voluntária em mercados emergentes, e para avaliar em que medida traços comportamentais dos gestores podem comprometer a eficácia dos mecanismos de comunicação corporativa.

Nesse sentido, mediante as perspectivas abordadas anteriormente, formula-se o seguinte problema de pesquisa: **qual é o relacionamento entre o *Guidance* e o Excesso de Confiança dos gestores e como essa interação se relaciona com o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3?**

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Levando em consideração os aspectos evidenciados na contextualização e problema de pesquisa, este estudo tem como objetivo investigar a relação entre o *Disclosure* do *Guidance* e o Excesso de Confiança dos gestores e como essa interação se relaciona com o valor de mercado das empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3). Verificando, portanto, se projeções elaboradas sob a influência de gestores excessivamente confiantes são refletidas na precificação realizada pelos investidores.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) Examinar a influência do excesso de confiança dos gestores na emissão do *Guidance*.
- b) Investigar se a influência do excesso de confiança dos gestores varia entre diferentes componentes do *Guidance*.
- c) Analisar a relação entre o *Guidance* influenciado pelo excesso de confiança e o valor de mercado das empresas.

1.4 Justificativas e Contribuições

A literatura sobre *Guidance* tradicionalmente ancora-se em abordagens racionais da divulgação voluntária, como a teoria do *Disclosure* (Verrecchia, 2001), de sinalização (Trueman, 1986) e os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Embora essas perspectivas forneçam bases relevantes para compreender a motivação e os efeitos da comunicação

prospectiva, permanecem insuficientes para explicar nuances cognitivas e subjetivas envolvidas nesse processo. A presente investigação justifica-se pela necessidade de articular três dimensões que, apesar de interligadas, são tratadas de forma isolada pela literatura: o *Guidance* como mecanismo de divulgação, o excesso de confiança do CEO como viés comportamental e sua relação com o valor de mercado das empresas.

Como evidenciado na Revisão Sistemática da Literatura, enquanto estudos internacionais avançam na exploração de como vieses comportamentais afetam as projeções corporativas (Hribar & Yang, 2016), a pesquisa nacional mantém-se focada em examinar o *Guidance* sob perspectivas tradicionais de divulgação voluntária (Costa *et al.*, 2021), negligenciando o papel das características psicológicas dos gestores na formação dessas projeções. Essa lacuna teórica mostra-se particularmente relevante considerando que o *Guidance*, por sua natureza discricionária e subjetiva, representa um cenário privilegiado para investigar a má calibração dos gestores, manifestada tanto no excesso de confiança quanto na subestimação de incertezas (Libby & Rennekamp, 2012; Hribar & Yang, 2016; Baginski *et al.*, 2018).

Do ponto de vista metodológico, este trabalho avança ao propor uma integração inovadora para capturar o excesso de confiança. Superando as medidas unidimensionais predominantes nos estudos internacionais (como a retenção de opções por executivos em Malmendier & Tate, 2005), é proposta uma abordagem dual que combina *proxy* interna (considerando perspectivas intrínsecas dos gestores) e externas (relacionadas à tomada de decisão organizacional). De forma similar, a análise do *Guidance* supera as abordagens binárias dos estudos nacionais por meio de um *checklist* multidimensional que avalia não apenas sua existência, mas critérios de especificidade e confronto com realizações passadas, alinhando-se às recomendações de Baginski *et al.* (1993) sobre métricas mais refinadas para capturar a credibilidade das projeções.

No contexto empírico, o estudo busca preencher uma lacuna relevante para o mercado brasileiro. A prática do *Guidance*, ainda adotada por apenas 27% a 45% das empresas (Arantes *et al.*, 2021), apresenta tendência de crescimento acentuado a partir de 2018, intensificando-se durante a pandemia e especialmente entre as empresas *Blue Chips* (Sousa *et al.*, 2024). Esta trajetória ascendente torna crucial compreender como o excesso de confiança afeta essas comunicações, considerando o grau de subjetividade inerente às projeções (Libby & Rennekamp, 2012; Hribar & Yang, 2016) e sua potencial influência na valoração das empresas pelo mercado.

Assim, apesar do avanço da literatura sobre *Disclosure* voluntário e sobre vieses comportamentais na tomada de decisão, observa-se que essas vertentes ainda são frequentemente tratadas de forma dissociada. Enquanto os estudos sobre *Guidance* concentram-se, em grande medida, em seus efeitos informacionais e de mercado, as pesquisas sobre excesso de confiança tendem a focar decisões corporativas específicas, como investimentos, estrutura de capital ou aquisições. Permanece, portanto, uma lacuna empírica relevante quanto à compreensão de como o excesso de confiança dos gestores se manifesta no processo de elaboração e divulgação do *Guidance* e de que forma essa interação é precificada pelo mercado.

Essa lacuna torna-se ainda mais evidente no contexto brasileiro, onde a elevada assimetria informacional e a sensibilidade do mercado a projeções gerenciais podem amplificar os efeitos comportamentais sobre o valor de mercado das empresas. Ao integrar essas dimensões, o presente estudo busca contribuir para a literatura ao analisar, de forma conjunta, a relação entre excesso de confiança, *Disclosure* do *Guidance* e valor de mercado, oferecendo evidências inéditas para uma economia emergente.

As contribuições do estudo estendem-se tanto ao campo acadêmico quanto à prática corporativa. Para a literatura, esta pesquisa representa a primeira articulação no contexto brasileiro entre *Guidance* e finanças comportamentais, demonstrando como fatores comportamentais moldam a divulgação corporativa em economias emergentes, agenda de pesquisa reconhecida como relevante por Hu *et al.* (2024). Na prática, os resultados podem auxiliar investidores na identificação de projeções potencialmente enviesadas, reduzindo riscos de *overreaction* (Agapova & Madura, 2016), além de fornecer subsídios para reguladores (como a CVM) na elaboração de mecanismos que promovam maior transparência no confronto entre projeções e resultados realizados.

Ao integrar dimensões teóricas, metodológicas e empíricas, este estudo não apenas preenche lacunas na literatura, mas oferece um *framework* replicável para analisar como decisões humanas enviesadas permeiam a comunicação financeira prospectiva e seus efeitos na formação de valor das empresas. Os achados têm implicações tanto teóricas (ao demonstrar a importância de incorporar fatores comportamentais nos modelos tradicionais) quanto práticas (ao fornecer instrumentos concretos para melhorar a qualidade e confiabilidade das informações prospectivas divulgadas ao mercado).

Assim, em suma, a inovação e contribuições desta pesquisa manifesta-se em três frentes complementares: (i) teórica, ao aproximar duas literaturas para explicar fenômenos de *Disclosure* e mercado; (ii) metodológica, ao propor uma tipologia dual e inovativa de excesso de confiança e um índice multidimensional de *Disclosure* do *Guidance*; e (iii) empírica, ao

aplicar esse modelo ao mercado brasileiro, contexto ainda negligenciado nos estudos sobre projeções corporativas e vieses comportamentais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Guidance*: compreensão teórica e empíricas das divulgações voluntárias

Em um ambiente empresarial dinâmico, a separação entre propriedade (acionistas) e controle (gestores) gera assimetria informacional (Akerlof, 1970; Fama, 1980). Assim como no “*Market for Lemons*” de Akerlof (1970), os acionistas enfrentam dificuldades em distinguir a qualidade das decisões e ativos, pois os gestores detêm conhecimento superior sobre operações, riscos e perspectivas da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Essa assimetria é a base dos problemas de agência, em que os interesses dos gestores podem divergir da maximização do valor para os acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980).

Para mitigar esses desalinhamentos e proteger seus interesses, os principais incorrem em custos de agência (oriundo da perspectiva da Teoria da Agência), que englobam os gastos com monitoramento das ações dos gestores, os custos de vínculo (*bonding*) incorridos pelos agentes para garantir seu comportamento e a perda residual decorrente de decisões subótimas (Jensen & Meckling, 1976). Nesse contexto, a divulgação de informações contábeis assume um papel crucial. Ao fornecer informações relevantes sobre a empresa, a administração pode reduzir a assimetria informacional, permitindo que os investidores avaliem melhor o desempenho da gestão e os riscos inerentes ao negócio.

As divulgações contábeis transcendem o papel de simples repositórios de informação, tornando-se instrumentos capazes de moldar a percepção dos stakeholders sobre a empresa. Contudo, a assimetria informacional persiste quando essas divulgações se limitam à posição patrimonial e financeira, pois refletem apenas eventos passados e não explicam, por si sós, o valor da firma (Amir & Lev, 1996; Feng *et al.*, 2022). Feng (2022) demonstra que a divulgação descritiva de elementos como atividades de P&D pode ampliar a transparência e reduzir a assimetria, resultando em maior valor de mercado.

Dessa limitação emergem os informativos voluntários — comunicações que, embora não obrigatórias, respondem à necessidade de interação mais efetiva com os stakeholders. As divulgações voluntárias assumem papel central na mitigação da assimetria informacional entre agentes e principais, ao oferecer dados mais claros e detalhados que orientam o processo decisório e revelam o estilo de gestão, o alinhamento de interesses e a qualidade dos lucros (Healy & Palepu, 2001; Makhoulouf *et al.*, 2024; Nguyen *et al.*, 2025).

Sobretudo, nas décadas de 60 e 70, as pesquisas contábeis consideravam a divulgação como tendo custo zero, mas a partir dos anos 80, começaram a considerar os custos associados à informação e à transação. Essa perspectiva foi enveredada por trabalhos seminais como o de Grossman e Stiglitz (1980), que lançou luz sobre um paradoxo fundamental: se os preços refletissem perfeitamente todas as informações disponíveis, não haveria incentivo para adquiri-las. Assim, a busca e a disseminação de informações privadas impõem custos, e uma divulgação perfeita anularia o valor da informação, tornando os mercados paradoxalmente menos informativos.

Neste contexto, adentra-se em uma teoria crucial para o entendimento das divulgações de informações financeiras das empresas e seus efeitos: a Teoria da Divulgação, tratada de maneira seminal por Verrecchia (1983), Dye (1985) e aprofundada posteriormente por Verrecchia (2001) e Dye (2001). As perspectivas trazidas por esses trabalhos lançaram luz sobre as motivações e consequências das decisões de divulgação por parte das empresas, moldando significativamente o campo da pesquisa contábil e financeira.

Verrecchia (1983) argumenta que a divulgação envolve custos proprietários, não apenas de preparação e disseminação, mas também de exposição competitiva ao revelar informações sensíveis. A antecipação desses custos leva gestores a exercer discrição, retendo informações mesmo quando os investidores esperam racionalmente sua divulgação. Assim, no modelo de Verrecchia (1983) esses custos introduzem um “ruído” que impede que o silêncio informacional seja interpretado apenas como má notícia.

Dye (1985) amplia essa discussão ao demonstrar que gestores podem omitir informações não proprietárias (aquelas que não afetam diretamente os lucros) quando sua divulgação pode alterar contratos de remuneração vinculados ao valor da empresa. Essa distinção entre informações úteis para previsão e aqueles relevantes para fins contratuais foi posteriormente aprofundada por Dye (2001), que também destacou os efeitos contratuais das informações não proprietárias e complementou a análise de Verrecchia (2001) sobre os tipos de divulgação.

Anos mais tarde, Verrecchia (2001) propôs uma taxonomia da literatura de divulgação em três vertentes: associação, incentivos (discricionária) e eficiência, ressaltando que divulgações eficientes reduzem a assimetria informacional e o custo de capital. Dye (2001) reconhece a utilidade dessa classificação, mas critica a ênfase excessiva em modelos baseados em associação, por carecerem de fundamentação econômica robusta.

Em síntese, os estudos consolidam o entendimento de que as decisões de divulgação são motivadas por custos, incentivos e restrições contratuais. Assim, as divulgações voluntárias

(como o *Guidance*) surgem como instrumentos discricionários para mitigar a assimetria informacional e reduzir o custo de capital (Healy & Palepu, 2001), diante das limitações das divulgações obrigatórias em atender plenamente à demanda informacional dos acionistas.

Incisivamente, o *Guidance* (também compreendido como projeções feitas pela empresa), é tido como uma divulgação que carrega uma decisão estratégica complexa, influenciada pela necessidade de corrigir expectativas de mercado (Ajinkya e Gift, 1984), pelo desejo de sinalizar a capacidade da gestão (Trueman, 1986) e por uma variedade de fatores ambientais e específicos da empresa (Hirst *et al.*, 2008). Ademais, o *Guidance* também é interpretado como uma decisão benéfica por facilitar a comunicação entre empresas e investidores, reduzindo a volatilidade das ações, aumentando a confiança e a cobertura da empresa, alinhando projeções e reduzindo o custo de capital (Anhalt, 2007; Han, 2013; Hirst *et al.*, 2008; Souza *et al.*, 2018).

Trueman (1986) analisa de forma seminal que gestores considerados “talentosos” têm incentivos para emitir previsões de lucros como forma de sinalizar sua capacidade de antecipar e reagir a mudanças econômicas. Assim, o *Guidance* assume papel dual: enquanto ferramenta informacional, também é mecanismo de impression management, voltado a moldar percepções e sustentar o valor de mercado da empresa (Luo *et al.*, 2022).

O *Guidance*, nesse sentido, permanece relevante por sua capacidade de transmitir informações significativas aos stakeholders, sejam elas positivas ou negativas. Dong *et al.* (2021) reforçam essa relevância ao identificarem uma associação positiva entre as previsões voluntárias de lucros da empresa e o *value relevance* dos lucros reportados nas demonstrações financeiras. Além disso, Dong *et al.* (2021) também demonstra que quanto mais detalhada e precisa for a projeção fornecida pela administração, maior o seu impacto na relevância do valor dos lucros para os investidores.

Em consonância com esses achados, Costa (2021) analisou empresas não financeiras listadas na B3 entre 2010 e 2016 e constatou que o *Guidance* amplia a relevância do patrimônio líquido. Adicionalmente, o estudo de Costa (2021) revelou que a divulgação de projeções contendo indicadores operacionais e de investimentos reforça a associação entre lucro e patrimônio líquido com o preço das ações, aumentando a relevância informacional de ambos, reforçando a ideia de especificidade tratada por Dong *et al.*, (2021).

Ainda neste enredo, na perspectiva de compreender os motivacionais dos gestores, Call *et al.* (2024) realizou uma investigação direta, entrevistando gestores (Diretores Financeiros e Diretores de Relação com Investidores) de empresas públicas listadas nas bolsas de valores dos EUA. Assim, os achados demonstraram que ao fornecerem *Guidance*, as empresas buscam

interagir de forma eficaz com analistas e investidores (analistas *sell-side*), potencialmente afetando os preços das ações, bem como a reputação gerencial e a mitigação de preocupações com litígios (Call *et al.*, 2024). Assim, a divulgação voluntária de projeções transcende o caráter informativo, atuando como mecanismo de gestão de percepções e expectativas do mercado.

No contexto brasileiro, os estudos revelam dinâmicas próprias de economias emergentes. Souza *et al.* (2018) sugerem que o *Guidance* pode estar associado ao gerenciamento de resultados, sobretudo quando as projeções envolvem variáveis financeiras, como lucro líquido ou EBITDA, indicando uma interação estratégica entre comunicação e construção de expectativas. Adicionalmente, Folster *et al.*, (2015) verificou-se que as empresas que mais divulgam *Guidance* apresentam, em geral, maior porte e níveis mais elevados de endividamento. Já aquelas cujas projeções são menos precisas, tendem a exibir maiores índices de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e liquidez corrente, porém menor margem líquida (Foster *et al.*, 2015), sinalizando que divulgações mais frequentes nem sempre correspondem a maior acurácia

Diferente do cenário internacional, os estudos brasileiros ainda não consideraram aspectos relacionados a possibilidade de uma má calibração por parte dos gestores que decidem por emitir o *Guidance*, abrindo espaço para integrar a temática da assimetria informacional à dimensão comportamental da tomada de decisão.

Assim, este trabalho propõe investigar o *Guidance* sob o prisma comportamental do excesso de confiança dos gestores. Portanto, a próxima seção do trabalho se debruça em dissertar sobre a perspectiva do excesso de confiança, de modo a compreender os elementos epistemológicos que concatenam ao *report* de informações e, posteriormente, foi realizado uma Revisão Sistemática da Literatura tanto nacional quanto internacional, para investigar como os temas *Guidance* e Excesso de Confiança se conectam.

2.2 Excesso de confiança: perspectiva epistemológica sobre as Finanças Comportamentais e seus desdobramentos

O excesso de confiança é um viés cognitivo ao qual os indivíduos estão sujeitos devido à sua natureza psicológica. Em essência, ele reflete uma forma de má calibração, conhecida como má calibração (Lichtenstein *et al.*, 1980), que ocorre quando há um descompasso entre a probabilidade atribuída a um evento e sua frequência real ao longo do tempo. Esse conceito é fundamental para avaliar a precisão dos julgamentos probabilísticos.

No entanto, em diversas situações, as pessoas tendem a superestimar a probabilidade de estarem corretas, o que caracteriza o excesso de confiança como uma manifestação recorrente de má calibração. Esse viés pode se apresentar tanto na forma de má calibração (quando há uma superestimação da precisão das próprias crenças), quanto na forma de viés melhor-que-a-média, quando os indivíduos acreditam que suas habilidades são superiores à média das demais pessoas (Lichtenstein *et al.*, 1980; Chen *et al.*, 2015; Borgholthaus *et al.*, 2023).

Outro aspecto relevante é que o excesso de confiança se torna mais acentuado em tarefas difíceis. Quando a complexidade é extrema, as curvas de calibração praticamente não evoluem. À medida que as tarefas se tornam mais fáceis, o excesso de confiança tende a diminuir, podendo, em desafios muito simples, dar lugar à subconfiança. Esse padrão, conhecido como Efeito Difícil-Fácil (Lichtenstein *et al.*, 1980), também se manifesta na previsão de eventos futuros, onde a complexidade inerente das estimativas reforça a tendência de má calibração e, consequentemente, do excesso de confiança.

Neste sentido, as explicativas que tangenciam as razões por trás do excesso de confiança estão enraizadas na área da psicologia cognitiva, em teorias baseadas em heurísticas, limitações no processamento de informação e a tradução de sentimentos de certeza em probabilidades numéricas. E, por decorrência, esses pressupostos estão por trás do desenvolvimento teórico das Finanças Comportamentais, que está cunhada nos entendimentos da Teoria do Prospecto e desenvolvimentos adjacentes (Tversky & Kahneman, 1974; Kahneman & Tversky, 1979; Lichtenstein *et al.*, 1980; Tversky & Kahneman, 1992).

Neste enredo, o desenvolvimento das Finanças Comportamentais representou uma ruptura paradigmática em relação à economia tradicional, ao incorporar elementos psicológicos na análise da tomada de decisão sob risco. Essa transformação teve como marco fundamental a Teoria do Prospecto, formulada por Kahneman e Tversky em 1979, que surgiu como resposta às limitações da Teoria da Utilidade Esperada.

É importante destacar que a Teoria da Utilidade Esperada (TUE) e sua prerrogativa normativa dá base para diversas outras correntes teóricas, como a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) proposto por Fama (1970, 1991) que é amplamente usada no contexto das Finanças Corporativas. A premissa subjacente da HME é que os agentes são racionais, ou seja, usam todas as informações disponíveis de maneira eficiente e não cometem erros sistemáticos na precificação dos ativos (Fama, 1970).

Esse conceito se baseia na Teoria da Utilidade Esperada (TUE), que assume que os indivíduos tomam decisões maximizando sua utilidade esperada de maneira lógica e consistente. Portanto, a Teoria do Prospecto (Kahneman & Tversky, 1979) foi concebida com

o propósito de ser uma alternativa à TUE, demonstra que os indivíduos tomam decisões de maneira sistematicamente enviesada, contrariando a TUE e, indiretamente, a HME e seus pressupostos de eficiência de mercado.

Sendo assim, a Teoria da Utilidade Esperada (TUE), pressupõe a ideia do agente econômico racional, fundamentada nas hipóteses de maximização da utilidade do indivíduo e do “*homo economicus*”. Esse entendimento foi amplamente influenciado por pilares como o equilíbrio de mercado proposto por Adam Smith (1776) e a racionalidade dos agentes (Bernoulli, 1738; Neumann e Morgenstern, 1944). Desse modo, a abordagem tradicional, fundamentada na Teoria da Utilidade Esperada, assume que os agentes atuam racionalmente em busca da maximização de sua utilidade dentro de um mercado eficiente e equilibrado.

As bases da Teoria da Utilidade Esperada (TUE) remontam a Bernoulli (1738) e ganharam reconhecimento e aceitação científica com a axiomatização proposta por Von Neumann e Morgenstern (1944). Os autores estabelecem uma relação direta entre a teoria dos jogos e a teoria econômica, ao propor que as interações entre agentes econômicos podem ser modeladas como jogos estratégicos, onde a incerteza é enfrentada pela maximização da utilidade.

Nesse sentido, a utilidade, para os autores, é quantificável por meio de um sistema de preferências, e a Teoria da Utilidade Esperada descreve como as pessoas tomam decisões diante de incertezas, sendo logicamente equivalente à hipótese de que o comportamento de escolha satisfaz certos axiomas, permitindo a construção de uma função de utilidade esperada que represente as preferências individuais.

Portanto, a TUE dominou a análise econômica da tomada de decisão individual sob risco do início da década de 1940 e 1950, inspirando o desenvolvimento de pensamentos como: Milton Friedman e Leonard Jimmie Savage (1948), Jacob Marschak (1950) e Jimmie Savage (1952, 1954). Em linhas gerais, a TUE sustentava-se em quatro axiomas principais: completude (os agentes podem comparar todas as alternativas), transitividade (as preferências são consistentes), continuidade (existe sempre uma combinação intermediária desejável) e independência (a preferência entre duas opções não é afetada por uma terceira alternativa). Esses princípios pressupunham que os indivíduos agiam como maximizadores racionais de utilidade, avaliando escolhas com base em estados finais de riqueza.

No entanto, essa visão começou a ser questionada quando pesquisas empíricas revelaram inconsistências no comportamento real dos agentes. Markowitz (1952) observou que as pessoas ajustam suas preferências de risco conforme ganhos e perdas recentes, introduzindo a noção de que o contexto imediato influencia decisões. Markowitz também introduz a ideia de

que eventos recentes alteram temporariamente o comportamento de risco, deslocando o ponto médio da curva de utilidade, distinguindo entre riqueza habitual e riqueza atual (Markowitz, 1952).

Além disso, ele aponta a irracionalidade de "*apostas simétricas muito pequenas*", que podem ser compensadas pelo "*prazer da participação*" (Markowitz, 1952, p. 157), sugerindo que aspectos subjetivos influenciam a tomada de decisão. Assim, o trabalho de Markowitz não descarta a TUE, mas propõe que a estrutura básica de maximização de utilidade deve ser mais elaborada, e oferece uma ponte que conecta a utilidade esperada clássica com uma análise, até certo ponto, subjetiva e influenciável da decisão.

Entretanto, um importante artigo que visa romper com as postulações tratada na Teoria da Utilidade Esperada é o artigo de Maurice Allais de 1953, "*Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine*". O artigo questiona os fundamentos da Teoria da Utilidade Esperada, especialmente a aplicação do princípio de Bernoulli pela escola americana. Allais (1953) argumenta que a racionalidade diante do risco é mais complexa do que a teoria propõe, sugerindo que uma abordagem mais realista envolve "*considerar diferenças equivalentes de níveis de satisfação ou pelo uso do limiar mínimo sensível ou psicológico de Weber-Fechner*" (Allais, 1953, p. 503), o que associa um valor psicológico $s(x)$ a cada valor monetário x , remontando as perspectivas experimentais da psicofísica.

Ele identifica quatro aspectos essenciais para uma teoria realista sobre decisões sob risco: a distinção entre valores monetários e psicológicos, a distorção das probabilidades objetivas em subjetivas, a expectativa matemática dos valores psicológicos e a "*dispersão (variância) bem como as propriedades gerais da forma da distribuição de probabilidades dos valores psicológicos*" (Allais, 1953, p. 504). A variância das distribuições psicológicas é, para ele, crucial, sendo em algumas situações mais relevante que os outros elementos, dado a natural variância do comportamento humano.

Assim, propõe que a racionalidade deve levar em conta a psicologia do indivíduo e sua forma de lidar com a incerteza, em vez de se limitar a uma abordagem puramente matemática. Ele argumenta que, em situações reais, as escolhas de risco combinam valores monetários e psicológicos, destacando a necessidade de considerar os níveis de satisfação e limiares psicológicos, adotando uma abordagem introspectiva e observacional das decisões sob risco (Allais, 1953). Ellsberg (1961) complementou essas críticas com seu paradoxo, mostrando que as pessoas exibiam aversão à ambiguidade, preferindo situações com probabilidades conhecidas mesmo quando isso contradizia a racionalidade esperada.

Foi nesse contexto que Kahneman e Tversky (1979) desenvolveram a Teoria do Prospecto, propondo um modelo descritivo que incorporava a psicologia humana à análise econômica. Dessa forma, a Teoria do Prospecto expandiu a crítica de Allais (1953) ao sistematizar os desvios de comportamento em decisões sob risco, embasando-se em seu questionário experimental. Neste sentido, Kahneman e Tversky (1979) basearam-se em achados como os de Allais (1953), em nuances como a de Ellsberg (1961) (além, claro de Markowitz (1952) e outros críticos da época) para fundamentar o desenvolvimento da Teoria do Prospecto. Sob essa ótica, os autores formalizaram matematicamente a forma assimétrica de como as pessoas avaliam ganhos e perdas, elaborando pressupostos que visam explicar esses padrões de decisão sob risco.

Kahneman e Tversky (1979) contrariaram diretamente os axiomas da Teoria da Utilidade Esperada ao demonstrar que: (1) as pessoas não avaliam resultados absolutos, mas sim mudanças em relação a um ponto de referência (normalmente o *status quo*), violando o axioma do consequencialismo e da racionalidade (princípio da integração de ativos); (2) atribuem pesos subjetivos às probabilidades, supervalorizando eventos improváveis e subestimando os altamente prováveis, o que desafia o axioma da independência (princípio da expectativa); e (3) exibem aversão ao risco em domínios de ganho, mas busca por risco em domínios de perda, contradizendo o axioma de continuidade (princípio da aversão ao risco).

Sua metodologia permitiu identificar três efeitos centrais que caracterizam o processo decisório humano: o efeito certeza (tendência a supervalorizar resultados certos), o efeito reflexão (mudança de aversão para busca de risco quando se trata de perdas) e o efeito isolamento (tendência a focar em diferenças contextuais ignorando elementos comuns).

Em suas críticas, Kahneman e Tversky (1979) defendem que a desconsideração da distinção psicológica entre ganhos e perdas fez com que a Teoria da Utilidade Esperada ignorasse fenômenos como a aversão à perda, onde a “desutilidade” de perder um valor pode ser maior do que a utilidade de ganhar o mesmo valor. Ao adotar uma perspectiva que diferencia ganhos e perdas em vez de apenas integrar estados de riqueza finais, os autores integram a perspectiva que realça a influência emocional das perdas.

Assim, eles argumentaram que a Teoria da Utilidade Esperada sofria um grave caso de cegueira induzida pela teoria, incapaz de perceber que o impacto de ganhos e perdas difere profundamente, como ilustrado pela observação de Kahneman “*nossa familiar aversão ao risco foi substituída por busca de risco quando mudávamos nosso foco*” (Kahneman e Tversky, 2011, p. 298), ou seja, mudava o foco para as perdas e não necessariamente para o risco. Assim, para

desenvolver suas proposições, os autores conduziram experimentos baseados em cenários hipotéticos e foram apresentados a uma amostra de estudantes e professores universitários.

Vale-se da ressalva que esses postulados se baseiam na psicofísica, que sugere que dimensões sensoriais e perceptivas influenciam a resposta psicológica dos indivíduos, tornando impossível um padrão único para dimensionar ganhos e perdas. A função de utilidade sob risco pode não refletir apenas atitudes em relação ao dinheiro, podendo apresentar regiões convexas para ganhos e côncavas para perdas. Assim, é plausível a ideia de que "*o sentimento de perda é superior ao prazer de ganhar uma mesma quantia*" (Kahneman e Tversky, 1979, p. 278).

Os trabalhos adjacentes que se apoiaram na Teoria do Prospecto avançaram testando empiricamente seus resultados. Esses avanços, por sua vez, se deram em contextos variados, com especial ênfase no mercado financeiro. Assim, incluem vieses e perspectivas psicológicas que moldam a tomada de decisão diante do risco, reforçando a perspectiva de mudanças do ponto de referência proposto por Kahneman e Tversky (1979). E, por decorrência, o excesso de confiança, passou a ser tratado como um aspecto ligado ao indivíduo dada a possibilidade do viés frente a uma má calibração.

Estudos como os de Ballestra *et al.* (2024) evidenciam o "efeito disposição", onde o excesso de confiança se manifesta de forma paradoxal: investidores realizam lucros prematuramente (por confiança excessiva em sua capacidade de *timing*) enquanto mantêm perdas por tempo excessivo (confiando demais em recuperações improváveis). Esse padrão é particularmente acentuado em mercados voláteis, onde Niu *et al.* (2024) observaram que a aversão à perda leva a distorções ainda maiores nas referências de consumo e avaliação de riscos.

Esses achados empíricos reforçam a visão de que o excesso de confiança é um viés profundamente enraizado na psicologia da tomada de decisão, que interage com fatores emocionais, sociais e contextuais. Assim, o excesso de confiança pode ser visto como uma manifestação de vieses heurísticos aplicável aos indivíduos no processo de tomada de decisão sob incerteza.

Essas aplicações heurísticas, embora comuns no mercado financeiro, também se estendem ao contexto empresarial, permitindo compreender como o comportamento de gestores e CEOs afeta diferentes frentes da organização (Salehi *et al.*, 2020; Santos *et al.*, 2024). Estudos como os de Malmendier e Tate (2005, 2008) evidenciam que o excesso de confiança pode influenciar decisões corporativas de investimento e de fusões e aquisições.

No primeiro caso, Malmendier e Tate (2005) identificam que CEOs excessivamente confiantes (identificados por manterem opções de ações "*in the money*" por mais tempo do que

o racional) tendem a exibir maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, especialmente em empresas dependentes de capital próprio, por acreditarem que o mercado subestima o valor de sua firma. No segundo, Malmendier e Tate (2008) identificam que esses CEOs se mostram mais propensos a realizar aquisições, sobretudo diversificadoras e sem necessidade de financiamento externo. O mercado, porém, reage negativamente a tais anúncios, indicando que essas decisões costumam destruir valor, possivelmente por superestimação de sinergias e pagamento de prêmios excessivos (Malmendier e Tate, 2008).

Nesse sentido, é possível notar que o excesso de confiança observado nos gestores pode ser enraizado nos mesmos vieses cognitivos que afetam indivíduos em outras tomadas de decisão sob incerteza. A superestimação de suas próprias habilidades e a crença em sua capacidade superior podem ser vistas como consequências da ilusão de controle, da insensibilidade a informações desfavoráveis e da ancoragem em suas próprias avaliações otimistas (Lichtenstein *et al.*, 1980; Malmendier & Tate, 2005; Malmendier & Tate, 2008; Tversky & Kahneman, 1974; Zavertiaeva, 2018). Assim, levando a uma apreciação inadequada da incerteza, podendo gerar decisões corporativas subótimas com consequências significativas para o investimento e o valor da empresa (Malmendier & Tate, 2005; Malmendier & Tate, 2008, Graham *et al.*, 2013; Mundi & Nagpal, 2020).

Por fim, do ponto de vista epistemológico, o excesso de confiança pode ser compreendido como um viés comportamental multidimensional, cuja manifestação ocorre tanto no plano das predisposições individuais quanto no plano das decisões observáveis. A literatura em Finanças Comportamentais sugere que esse viés não se restringe a um único comportamento específico, mas emerge a partir de atributos internos dos agentes (como características demográficas, formação, experiência e exposição) que influenciam a forma como informações são processadas e julgamentos são formados (Graham *et al.*, 2013; Zavertiaeva, 2018). Esses atributos funcionam como elementos de propensão ao excesso de confiança, moldando a percepção de controle, precisão e superioridade do decisor.

Em complemento, o excesso de confiança também se materializa externamente por meio de escolhas corporativas concretas, como decisões de investimento, endividamento e expansão, que refletem julgamentos excessivamente otimistas sobre retornos futuros e subavaliação de riscos (Malmendier & Tate, 2005; Malmendier & Tate, 2008; Lunardi *et al.*, 2021). Nessa perspectiva, os aspectos internos representam a base comportamental latente do viés, enquanto os aspectos externos correspondem às suas manifestações observáveis no âmbito das decisões organizacionais. Essa distinção teórica permite compreender o excesso de confiança como um construto integrado, cuja análise demanda abordagens complementares de mensuração.

2.3 Revisão Sistemática da Literatura sobre os constructos estudados

Esta seção tem como propósito apresentar uma síntese dos resultados da Revisão Sistemática da Literatura (RSL) sobre os constructos *Guidance* e Excesso de Confiança. A RSL foi conduzida seguindo um rigoroso protocolo metodológico, estruturado em três fases: (i) Planejamento da Revisão; (ii) Condução da Revisão; e (iii) Disseminação do Conhecimento (Tranfield, Denyer and Smart, 2003).

Além disso, também foram utilizadas ferramentas de Inteligência Artificial (IA) (SciSpace, ConnectedPapers e ResearchRabbit), com propósito de ampliar a seleção dos artigos relevantes ao corpus e propiciar um direcionamento mais assertivo da RSL. Ressalta-se que a análise abrangeu produções acadêmicas internacionais e nacionais, buscando mapear o estado da arte, identificar as principais relações teóricas e evidenciar as lacunas de pesquisa que justificam o presente estudo².

A RSL internacional, realizada nas bases Web of Science e Scopus, revelou um crescente interesse acadêmico pela intersecção entre *Guidance* e Excesso de Confiança, com um aumento expressivo de publicações a partir de 2018. Essa tendência recente corrobora a atualidade e relevância do tema, alinhando-se com o recorte temporal desta pesquisa. Os achados demonstram uma forte conexão conceitual entre os constructos, indicando que o comportamento do mercado é potencialmente mediado por aspectos de excessiva confiança gerencial e pela divulgação voluntária de projeções.

Estudos seminais, como o de Hribar e Yang (2015), demonstram empiricamente que CEOs excessivamente confiantes tendem a emitir previsões gerenciais mais frequentes, otimistas e menos precisas, atribuindo esse comportamento a uma superestimação de suas próprias capacidades preditivas e ao otimismo em relação aos resultados futuros da empresa. Essa relação é reforçada por Libby e Rennekamp (2012), que, por meio de experimentos, identificam o papel do viés de atribuição na confiança excessiva dos gestores e na sua propensão a divulgar *Guidance* otimista.

De forma complementar, a análise de coocorrência de palavras, evidenciou redes temáticas conectando termos como "*management forecasts*", "*earnings Guidance*", "*CEO overconfidence*" e "*managerial incentives*". Esta configuração sugere que a confiança excessiva é um determinante comportamental que permeia o processo de divulgação de

² Todos os procedimentos metodológicos detalhados, as análises bibliométricas completas (coocorrência, acoplamento bibliográfico, cocitação de autores) e os resultados quantitativos da Revisão Sistemática da Literatura estão disponíveis no Apêndice

informações prospectivas, influenciando não apenas a decisão de divulgar, mas também o conteúdo e o tom dessas comunicações (Chen, Crossland & Luo, 2015).

Um *insight* pertinente da RSL internacional é o papel que o mercado possui nesta relação. A literatura indica que a credibilidade atribuída pelo mercado ao *Guidance* é um fator determinante para a reação dos preços das ações. Previsões percebidas como não críveis ou excessivamente otimistas podem gerar penalizações, conforme evidenciado pela literatura sobre a correção de expectativas e o *crash risk* (Hribar & Yang, 2015; Al Mamun *et al.*, 2020).

No entanto, é válido salientar que existe uma lacuna empírica específica quanto aos mecanismos de transmissão que ligam um *Guidance* distorcido pelo excesso de confiança gerencial à sua percepção pelos investidores e, conseqüentemente, à precificação dos ativos. Isso é particularmente relevante para a presente pesquisa, que busca investigar exatamente essa interconexão no contexto específico do mercado de capitais brasileiro.

No cenário nacional, a RSL constatou uma fragmentação temática significativa. Verificou-se a inexistência de estudos que investiguem de forma integrada os constructos *Guidance* e Excesso de Confiança.

As pesquisas brasileiras sobre *Guidance* concentram-se em linhas de investigação distintas, tais como os fatores determinantes da divulgação (Brandão *et al.*, 2013; Macedo Neto *et al.*, 2014), as estratégias de gerenciamento de impressões e o uso de fachadas organizacionais em relatórios (Arantes *et al.*, 2023; Arantes *et al.*, 2019), e a relação entre *Guidance* e o gerenciamento de resultados (Souza *et al.*, 2018).

Paralelamente, a produção acadêmica sobre excesso de confiança no Brasil explora seus efeitos em decisões financeiras, como a estrutura de capital (Costa, Correia & Lucena, 2019; Barros & Silveira, 2008), o gerenciamento de resultados (Santos *et al.*, 2024; Magro, Gorla & Klann, 2018) e a qualidade da evidenciação contábil (Lunardi *et al.*, 2021).

Apesar da tratativa isolada, uma análise de similitude do conjunto dos resumos e objetivos dos artigos nacionais, revela pontos de convergência indireta entre os dois campos. Os constructos se interligam por meio de eixos temáticos comuns, como "mercado", "transparência", "governança corporativa", "desempenho" e "reguladores". Esta rede de conexões permite observar que, embora não explicitamente articulada na literatura nacional, a dinâmica entre vieses comportamentais dos gestores, práticas de divulgação voluntária e a percepção do mercado constitui um fenômeno subjacente e ainda não explorado.

Assim, a forte associação de "excesso de confiança" com "risco" e "governança", e de "*Guidance*" com "transparência" e "investidores", indica que a comunicação corporativa pode

ser mediada por características comportamentais da alta administração, uma relação já estabelecida internacionalmente.

Em síntese, a RSL internacional fornece um arcabouço teórico e empírico que posiciona o excesso de confiança como uma variável explicativa para a prática do *Guidance*. Em contrapartida, a revisão nacional evidencia uma lacuna substantiva: a falta de investigações que integrem esses constructos para compreender como vieses gerenciais influenciam a comunicação financeira e, por conseguinte, o valor de mercado das empresas no mercado brasileiro.

Esta lacuna orienta teoricamente as predições deste trabalho, sugerindo que a integração das perspectivas comportamental (excesso de confiança) e informacional (*Guidance*) é fundamental para uma compreensão mais completa do valor de mercado das empresas listadas na B3.

2.4 Desenvolvimento das hipóteses de pesquisa

Esta seção tem por objetivo integrar as evidências empíricas e fundamentar as hipóteses de pesquisa, articulando seus pressupostos teóricos e empíricos. A assimetria informacional e os vieses cognitivos dos gestores desempenham papel central tanto na decisão de divulgar projeções quanto na forma como o mercado as interpreta (Verrecchia, 2001; Healy & Palepu, 2001; Graham *et al.*, 2013; Mundi & Nagpal, 2020; Costa *et al.*, 2021; Lunardi *et al.*, 2021). Assim, esta seção tem como objetivo contextualizar e desenvolver as hipóteses de pesquisa, partindo das evidências teóricas e empíricas já consolidadas. O *Guidance*, como prática de divulgação voluntária, é um instrumento que visa diminuir a assimetria de informação e a incerteza no mercado (Costa *et al.*, 2021).

À luz das finanças comportamentais, o excesso de confiança pode influenciar a emissão dessas projeções. Hribar e Yang (2015) mostram que gestores mais confiantes tendem a divulgar previsões mais frequentes, otimistas e imprecisas. Assim, sendo um ato discricionário, a decisão de emitir *Guidance* pode refletir a superestimação das próprias capacidades do gestor e sua crença na habilidade de moldar a percepção do mercado (Bamber *et al.*, 2010; Libby & Rennekamp, 2012; Hribar & Yang, 2015; Luo *et al.*, 2022; Moreira *et al.*, 2023).

Essa tendência é reforçada por Malmendier e Tate (2005), ao associarem o excesso de confiança a decisões de investimento e aquisições subótimas, o que revela o potencial do viés para distorcer decisões corporativas importantes. Gestores otimistas e excessivamente confiantes têm maior propensão em interferir no ambiente informacional das firmas para

reportar resultados condizentes com suas expectativas enviesadas (Salehi *et al.*, 2020; Santos *et al.*, 2024).

No contexto brasileiro, Magro *et al.*, (2018) identificaram que o excesso de confiança está relacionado a práticas de gerenciamento de resultados, sugerindo que esse viés pode se manifestar também na elaboração de projeções financeiras. Assim, considerando as particularidades do mercado brasileiro, marcado por elevada assimetria informacional, menor tradição de divulgação voluntária e forte influência de fatores comportamentais, as hipóteses deste estudo foram formuladas explicitamente para serem testadas no contexto das empresas listadas na B3. Essa delimitação reforça o ineditismo da pesquisa, uma vez que não há evidências empíricas anteriores que integrem *Guidance*, excesso de confiança gerencial e valor de mercado em uma economia emergente.

Nesse sentido, a literatura internacional sobre vieses comportamentais sugere que gestores excessivamente confiantes tendem a superestimar sua capacidade de previsão e a atribuir maior credibilidade às próprias expectativas, o que se reflete em maior disposição para divulgar informações prospectivas ao mercado. No âmbito do *Disclosure* voluntário, essas evidências indicam que o excesso de confiança pode atuar como incentivo à divulgação do *Guidance*, levando à expectativa de uma associação positiva entre esse viés comportamental e o *Disclosure* do *Guidance* no mercado brasileiro.

Portanto, se estabelecer a primeira hipótese deste estudo pesquisa:

H1: No mercado brasileiro, o excesso de confiança dos gestores está positivamente associado ao *Disclosure* do *Guidance*.

Além disso, o *Guidance* pode abranger diferentes naturezas de projeções, como operacionais, econômicas e financeiras (incluindo estimativas de lucro, EBITDA e outros indicadores). A literatura sugere que as projeções financeiras, por sua natureza quantitativa e sua vinculação direta ao desempenho corporativo, são particularmente suscetíveis à influência do excesso de confiança. Esse viés está associado à menor qualidade dos relatórios contábeis e à superavaliação da capacidade futura de geração de lucros (Lunardi *et al.*, 2021; Santos *et al.*, 2024).

A relevância do *Guidance* financeiro nesse contexto é destacada por Souza *et al.* (2018), que evidenciaram que empresas brasileiras que divulgam projeções de resultados (lucros ou EBITDA) tendem a gerenciar resultados (por meio de *accruals* discricionários) para alinhar as projeções com as expectativas do mercado. Assim, o excesso de confiança pode exacerbar essa tendência, levando gestores a divulgarem projeções financeiras excessivamente otimistas,

acreditando em sua capacidade de alcançar ou superar essas metas ambiciosas (Santos *et al.*, 2024).

Além disso, a pressão do mercado por resultados de curto prazo pode incentivar gestores confiantes a divulgarem *Guidance* financeiro mais agressivo (Hirst *et al.*, 2008), bem como aumenta a propensão ao gerenciamento de resultados para atingir as metas estabelecidas (Domingos *et al.*, 2024). Assim, a literatura aponta que o impacto do excesso de confiança não se manifesta de forma homogênea entre os diferentes tipos de projeção, sendo mais pronunciado naquelas diretamente associadas à avaliação de desempenho e aos resultados econômico-financeiros. Diante disso, espera-se que o *Guidance* de indicadores econômico-financeiros apresente uma relação mais forte com o excesso de confiança dos gestores em comparação com outras categorias de projeções no mercado brasileiro.

Portanto, se estabelece a segunda hipótese:

H2: No mercado brasileiro, o *Guidance* de indicadores econômico-financeiros apresenta uma relação mais forte com o excesso de confiança dos gestores em comparação com outras categorias de projeções.

Ainda quanto aos elementos que compõem o *Guidance*, a RSL apontou que as projeções de investimento (como estimativas de CAPEX) podem ser sensíveis ao excesso de confiança, pois envolvem decisões de longo prazo, marcadas por incertezas elevadas e pela crença no desempenho futuro da organização (Dal Magro *et al.*, 2018)

Cheng *et al.* (2005) observaram que empresas que divulgam *Guidance* tendem a reduzir investimentos em P&D, refletindo um foco no curto prazo que pode ser influenciado por vieses comportamentais. Já Malmendier e Tate (2005) reiteram que gestores excessivamente confiantes estão propensos a tomar decisões subótimas de investimento a superestimar o retorno futuro de projetos (Moreira *et al.*, 2023). Adicionalmente, gestores com excesso de confiança demonstram uma maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa interno, evidenciando uma preferência por financiar projetos arriscados mesmo com fundos próprios (Silva *et al.*, 2017; Lunardi *et al.*, 2021; Moreira *et al.*, 2023).

Esses achados, alinham-se ao argumento de que o viés de excesso de confiança pode distorcer decisões estratégicas que impactam as projeções relacionadas aos investimentos, tornando-as mais sensíveis a esse viés do que as projeções de resultados, as quais são mais focadas no gerenciamento de resultados de curto prazo. Assim, formula-se a seguinte hipótese:

H3: No mercado brasileiro, o *Guidance* de investimentos apresenta uma relação mais forte com o excesso de confiança dos gestores em comparação com outras categorias de projeções.

Adicionalmente, reconhece-se que o mercado reage às informações prospectivas divulgadas pelas empresas. O *Guidance*, ao antecipar expectativas de desempenho futuro, exerce influência direta sobre a percepção dos investidores e, consequentemente, sobre o valor de mercado. No entanto, quando tais projeções são moldadas por um viés de excesso de confiança, há o risco de desalinhamento entre expectativas e resultados efetivos, o que pode comprometer a credibilidade gerencial e gerar reprecificação das ações.

Zavertiaeva *et al.* (2018) argumentam que o excesso de confiança tende a induzir decisões de investimento ineficientes, impactando negativamente o valor das firmas. Em contrapartida, alguns estudos sugerem que, em determinados contextos, a confiança excessiva pode ser percebida pelo mercado como um sinal positivo de competência, comprometimento e otimismo estratégico, sobretudo quando sustentada por um histórico consistente de bom desempenho (Malmendier & Tate, 2005; Libby & Rennekamp, 2012).

Ainda assim, prevalecem evidências de que o excesso de confiança frequentemente conduz a escolhas destrutivas de valor. Esse viés comportamental leva gestores a superestimar retornos e subestimar riscos, resultando em investimentos excessivos, aquisições ineficientes e decisões financeiras que reduzem o valor da empresa (Dal Magro *et al.*, 2018; Silva *et al.*, 2017; Costa *et al.*, 2019; Santos *et al.*, 2024). Além disso, gestores demasiadamente otimistas tendem a acreditar que o mercado subavalia o valor intrínseco da firma, o que, paradoxalmente, se traduz em um menor valor de mercado (Lunardi *et al.*, 2021; Santos *et al.*, 2024).

No contexto brasileiro, Costa *et al.* (2021) evidenciam que o *Guidance* influencia a relevância informacional dos lucros, indicando que projeções enviesadas (mesmo quando formuladas de forma não intencional) podem afetar significativamente a precificação das ações.

Diante desse cenário ambivalente, postula-se que a má calibração dos gestores, expressa pelo excesso de confiança, tende a exercer impacto negativo sobre o valor de mercado das empresas. Com base nesse raciocínio, formula-se a quarta hipótese deste estudo:

H4: No mercado brasileiro, Projeções (*Guidance*) influenciado pelo excesso de confiança estão negativamente associadas ao valor de mercado das empresas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Universo e amostra de Estudo

Diante da complexidade na captação das variáveis e da necessidade de dados representativos, o presente estudo delimita sua análise ao período de 2018 a 2024, considerando empresas brasileiras listadas na bolsa de valores.

A escolha desse recorte temporal está diretamente relacionada à maior incidência e consistência na divulgação de *Guidance* a partir de 2018. Em anos anteriores, a prática era pouco difundida, Brandão *et al.* (2013) apontaram que apenas 27,4% das empresas analisadas divulgaram *Guidance* em 2012; já Costa *et al.* (2021) identificaram que, entre 2010 e 2016, cerca de 30% das empresas adotavam essa prática; e Arantes *et al.* (2021) observaram que, de 2010 a 2017, apenas 38,67% das companhias incluíram informações prospectivas em seus relatórios.

Além do baixo índice de adesão, estudos como o de Arantes *et al.* (2019) destacam a inconsistência e descontinuidade na divulgação por parte das empresas. A partir de 2018, contudo, observa-se um aumento gradativo da prática, intensificado durante a pandemia de COVID-19. Sousa *et al.*, (2024) verificou que, entre 2021 e 2022, as *Blue Chips* ampliaram a divulgação de *Guidance* em 9,87%, refletindo a maior demanda por transparência em contextos de incerteza.

Além disso, está alinhado com a crescente valorização do *Disclosure* voluntário e com os avanços regulatórios que incentivam maior transparência e *accountability* nas empresas brasileiras, especialmente após o fortalecimento das exigências da CVM e adoção de práticas como o Informe de Governança Corporativa (ICVM 586/17) que contribuíram para o aumento da transparência, ao mesmo tempo em que estimularam a autorregulação pelas companhias.

Ademais, a população do estudo compreende todas as empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3), excluindo-se aquelas com dados insuficientes para a análise. Inicialmente, foram identificadas 375 empresas listadas na B3. Destas, 81 foram excluídas por apresentarem informações incompletas (não possuíam valor de mercado em todos os anos, e, portanto, não estavam listadas na bola de valores em todos os anos, inviabilizando sua análise), resultando em uma amostra final composta por 294 empresas e um painel total de 2.058 observações.

As formas de metrificar *Disclosure* do *Guidance*, Excesso de Confiança e demais variáveis relevantes aos estudos são discutidas nas seções seguintes.

3.2 *Disclosure* do *Guidance*

O *Guidance* é um documento/informativo não obrigatório, mas caso as empresas optem por divulgá-lo, deverá seguir a regulamentação dada pela instrução CVM 80/22. Dentre as exigências, a empresa deve incluí-lo no Formulário de Referência, mais especificamente no item sobre projeções. Assim, para averiguar o nível de *Disclosure* do *Guidance*, o Formulário

de Referência de cada uma das empresas que compõe a amostra nos anos informados foi a fonte de coleta.

Para captação, foi criado um *checklist* para cada item que possa existir na divulgação do *Guidance* de acordo com a normativa do IBRI (2007), orientações do pronunciamento nº 04/2008 do CODIM, e exigências da Instrução CVM nº 80/2022. Sobretudo, o *checklist* da tabela 1 foi elaborado com base nos estudos de Silva (2019) e Brandão, Assunção, Ponte e Rebouças (2013).

Tabela 1 - Checklist para mensuração do *Disclosure de Guidance*

Categoria	Subcategoria	Nº do Item	Item/Questionamento	
Aspectos Formais	Responsabilidade dos Gestores	1	Premissas	A empresa identifica as premissas e as metodologias utilizadas para a elaboração das projeções?
		2	Advertência	A empresa adverte os usuários sobre a natureza hipotética das projeções evidenciadas, alertando-os de que não se trata de promessa de desempenho futuro?
	Projeções de Períodos anteriores	3	Acompanhamento	A empresa faz o acompanhamento de projeções de períodos já transcorridos, confrontando valores projetados com valores alcançados?
		4	Justificativa	A empresa analisa os desvios entre realizados e projetado, identificando suas causas prováveis?
Indicadores econômico-financeiros	Projeções de curto prazo	5	Caixa	A empresa fornece informações prospectivas sobre o saldo e/ou movimentações de caixa?
	Projeções de longo prazo	6		
	Projeções de curto prazo	7	Receitas	A empresa fornece informações prospectivas sobre as receitas?
	Projeções de longo prazo	8		
	Projeções de curto prazo	9	Custos	A empresa fornece informações prospectivas sobre custos e/ou despesas operacionais?
	Projeções de longo prazo	10		
	Projeções de curto prazo	11	Despesas Adm/Pessoal	A empresa fornece informações prospectivas sobre despesas Administrativas e/ou com Pessoal?
	Projeções de longo prazo	12		
	Projeções de curto prazo	13	Despesas de Juros	A empresa fornece informações prospectivas sobre despesas Juros?
	Projeções de longo prazo	14		
	Projeções de curto prazo	15	Resultado	A empresa fornece informações prospectivas sobre o seu resultado econômico-financeiro (EBTIDA, EBIT, ROE, Lucro Líquido e Variações do Lucro, Margem Bruta ou Líquida?)
	Projeções de longo prazo	16		
	Projeções de curto prazo	17	Alavancagem	

	Projeções de longo prazo	18		A empresa fornece informações prospectivas sobre sua alavancagem financeira (dívidas)?
Indicadores Operacionais	Projeções de curto prazo	19	Nível de Atividade	A empresa fornece informações prospectivas sobre o nível de atividade (produção, vendas ou prestação de serviços)?
	Projeções de longo prazo	20		
	Projeções de curto prazo	21	Preços	A empresa fornece informações prospectivas sobre os preços de seus produtos/serviços?
	Projeções de longo prazo	22		
	Projeções de curto prazo	23	Desempenho	A empresa fornece informações prospectivas sobre outros indicadores de desempenho operacional?
	Projeções de longo prazo	24		
Indicadores de Investimento	Projeções de curto prazo	25	Investimentos	A empresa fornece informações prospectiva sobre montante e/ou destinação de investimentos?
	Projeções de longo prazo	26		
	Projeções de curto prazo	27	Financiamento	A empresa fornece informações prospectivas sobre fontes dos recursos a serem aplicados nos investimentos previstos?
	Projeções de longo prazo	28		

Fonte: Elaboração própria inspirado em Silva (2019) e Brandão, Assunção, Ponte e Rebouças (2013).

Portanto, para cada item da tabela 10, atribuiu-se 1 quando houver e 0 quando não. Ao fim, foi gerado um índice de *Disclosure* do *Guidance* para cada empresa, que é resultado da razão entre a pontuação obtida pela empresa e o máximo possível alcançável (28).

3.3 Definição de Excesso de Confiança

Para mensurar o Excesso de Confiança, foram considerados dois aspectos complementares: o interno e o externo. Essa distinção foi adotada com base na premissa de que os gestores podem apresentar tantas características intrínsecas, associadas a traços pessoais e cognitivos (como ancoragem em resultados passados, idade, nível de instrução e exposição) (Mendes *et al.*, 2009; Chen *et al.*, 2014; Costa *et al.*, 2019; Chen *et al.*, 2021; Moreira *et al.*, 2023), quanto comportamentos observáveis, que se manifestam em suas decisões corporativas.

Este último aspecto reflete a má calibração das ações gerenciais, frequentemente traduzida em padrões de decisão como excesso de investimentos, aquisições ou otimismo na comunicação corporativa (Crabbi *et al.*, 2019; Lunardi *et al.*, 2021). Assim, as duas métricas utilizadas neste estudo buscam captar de maneira holística os aspectos relacionados à manifestação deste traço nos gestores.

3.3.1 Excesso de Confiança Interno

A mensuração do excesso de confiança interno baseia-se na compreensão de que determinados atributos individuais dos gestores funcionam como elementos de propensão ao viés comportamental. Esses atributos não representam decisões em si, mas características latentes que influenciam a forma como os gestores interpretam informações, avaliam riscos e formam expectativas. Assim, o excesso de confiança interno é capturado a partir de variáveis associadas ao perfil e à exposição dos principais executivos, permitindo identificar condições que favorecem julgamentos excessivamente otimistas antes mesmo de sua materialização em decisões corporativas.

Os dados foram coletados a partir do Formulário de Referência de cada empresa e ano, com foco em três executivos diretamente envolvidos no processo de geração e divulgação das informações corporativas: o Diretor Presidente (CEO), por sua atuação estratégica e visão global da empresa; o Diretor Financeiro (CFO), pela proximidade com as decisões financeiras e orçamentárias; e o Diretor de Relações com Investidores (DRI), responsável pela interface com o mercado e os acionistas. Dessa forma, cada empresa apresentou três gestores cujas características individuais oferecem potencial para revelar indícios de excesso de confiança.

Além das características de perfil, a construção do Excesso de Confiança Interno incluiu uma variável destinada a captar o nível de exposição pública dos gestores em redes sociais. A proposição inovadora dessa *proxy* fundamenta-se na premissa de que o comportamento subjacente (o desejo de reforçar a própria imagem e de ampliar a visibilidade) reflete a mesma essência das métricas tradicionalmente utilizadas para identificar o excesso de confiança na literatura de finanças comportamentais.

Essa exposição configura uma manifestação observável de autoengrandecimento e busca por reconhecimento, traços amplamente associados ao viés de excesso de confiança (Libby & Rennekamp, 2012). A literatura evidencia que gestores excessivamente confiantes tendem a superestimar sua influência e competência, engajando-se em práticas de *self-promotion* e *impression management* (Malmendier & Tate, 2005; Libby & Rennekamp, 2012; Hirshleifer, Low & Teoh, 2012).

Com base nessa racionalidade teórica, este estudo propõe uma inovação metodológica ao substituir a tradicional *proxy* de presença da foto do CEO em relatórios anuais (Costa *et al.*, 2019; Bouzoutina *et al.*, 2021), por uma métrica que dialoga com o contexto comunicacional contemporâneo: a presença digital ativa dos executivos em redes sociais. Essa abordagem

amplia o alcance da mensuração ao considerar que a autorrepresentação se manifesta também em ambientes digitais.

Assim, foi verificado se os gestores possuem contas em plataformas como Instagram, X (antigo Twitter) e LinkedIn, bem como se realizam publicações relacionadas à empresa que representam. A lógica subjacente é que, ao se exporem voluntariamente nesses ambientes, os CEOs revelam padrões comportamentais equivalentes aos observados nas formas tradicionais de autopromoção, mas agora potencializados pela natureza contínua e interativa das mídias sociais. Essa leitura encontra respaldo em estudos internacionais que analisam a representatividade e o protagonismo de executivos em meios eletrônicos e de comunicação corporativa (Chen *et al.*, 2015; Bouzouitina *et al.*, 2021).

Embora a exposição midiática represente uma proxy inovadora para capturar aspectos comportamentais associados ao excesso de confiança, sua utilização deve ser interpretada com cautela. A presença mais frequente de executivos em mídias sociais ou veículos de comunicação reflete, em parte, traços de autoconfiança e disposição para sinalização pública, mas a ausência ou menor visibilidade midiática não implica, necessariamente, a inexistência de excesso de confiança. Fatores como estratégias individuais de comunicação, políticas institucionais de governança, características setoriais e restrições organizacionais podem limitar a exposição pública dos gestores, independentemente de seus traços psicológicos. Assim, essa proxy captura uma dimensão específica da propensão ao excesso de confiança, devendo ser compreendida como complementar às demais variáveis utilizadas na construção da variável de excesso de confiança interna.

Adicionalmente, foi considerado o desempenho passado da empresa, sob a premissa de que resultados positivos podem reforçar a ancoragem cognitiva e aumentar a propensão do gestor a ser excessivamente confiante. As dimensões que constituem a métrica de Excesso de Confiança Interno, bem como o método de sua captura, estão descritas na Tabela 2.

Tabela 2 - Captação de Excesso de Confiança (Interno)

Variável captada	Operacionalização da variável	Fonte
Idade	Variável contínua que se constituirá da média das idades dos três diretores	Variável usada em Costa <i>et al.</i> , (2019), Santos <i>et al.</i> (2019), Hu <i>et al.</i> , (2024)
Gênero predominante	Variável <i>dummy</i> que considerará a maior representação do gênero presente entre os três diretores. Caso existam dois diretores do sexo masculino, a variável receberá 1, e 0 caso contrário (duas diretoras do sexo feminino).	Variável usada em Costa <i>et al.</i> , (2019), Santos <i>et al.</i> (2019), Crabbi <i>et al.</i> (2019), Hu <i>et al.</i> , (2024)

Educação	Um índice que considerará a proporção geral de educação constante entre os três diretores. Para isso, cada diretor receberá de 0 a 2, sendo: 0, não possui graduação; 1, possui graduação; 2, possui pós-graduação. Para ponderação da variável final, foi considerado o total de pontos alcançados, dividido pelo total de pontos possíveis de serem alcançados (6, somatório dos máximos de pontos dos 3 diretores).	Variável usada em Costa <i>et al.</i> , (2019), Crabbi <i>et al.</i> (2019)
Exposição (Instagram, X, LinkedIn, Publicação sobre a empresa)	<p>A variável final de Exposição em redes sociais foi composta pela média de quatro índices individuais, construídos com base na presença e atividade dos três diretores (CEO, CFO e DRI) nas plataformas Instagram, X (antigo Twitter), LinkedIn e nas publicações relacionadas à empresa.</p> <p>Para Instagram, X e LinkedIn, cada diretor poderá receber uma pontuação de 0 a 2, sendo: 0, não possui conta na rede; 1, possui conta privada na rede; e 2, possui conta pública na rede. O índice de cada rede foi calculado somando-se os pontos atribuídos aos três diretores e dividindo-se pelo total máximo possível (6 pontos), resultando em um valor entre 0 e 1 para cada rede.</p> <p>Para publicação sobre a empresa, foi atribuído a cada diretor um valor de 0 a 3, considerando-se o número de redes nas quais realizou ao menos uma publicação com conteúdo vinculado à companhia, sendo: 0, não fez nenhuma publicação nas redes; 1, fez publicação em pelo menos 1 das redes; 2, fez publicação em duas redes; e 3, fez publicação em três redes. O índice foi obtido pela razão entre o total de pontos alcançados pelos três diretores e o total máximo possível (9 pontos), também resultando em um valor entre 0 e 1.</p>	*Inspirado em Chen <i>et al.</i> , (2015) e Bouzouitina <i>et al.</i> , (2021)
Desempenho passado	Se o desempenho da empresa (medido pelo ROE) no período anterior for acima da mediana do **setor, foi atribuído o valor de 1 ao ano corrente e caso contrário, foi atribuído 0.	Variável usada em Mendes <i>et al.</i> , (2009) e Costa <i>et al.</i> , (2019)

Fonte: Dados da Pesquisa (2025)

*Ressalta-se que nos referidos estudos o excesso de confiança dos gestores foi medido a partir da captação de notícias em jornais de mídia eletrônica. Sendo assim, adequando para o contexto contemporâneo do uso de redes sociais, adequou-se a esta fonte de captação

**A escolha do setor como critério de comparação se justifica pela existência de especificidades operacionais e estruturais entre os diferentes segmentos econômicos, que podem gerar variações significativas no ROE. Dessa forma, a comparação intra-setorial busca minimizar distorções e tornar a avaliação mais justa e aderente à realidade de cada grupo de empresas.

Ressalta-se que a forma de operacionalizar as variáveis foram definidas exclusivamente neste estudo, de modo a concatenar as características dos três gestores, e, portanto, também representa uma inovação metodológica no que se refere a captação de fatores internos de excesso de confiança.

Por fim, para consolidar essas variáveis em um único indicador, foi aplicada a Análise de Componentes Principais (ACP). Essa técnica estatística permite reduzir a dimensionalidade dos dados, gerando componentes que representam combinações lineares das variáveis originais.

O primeiro componente extraído (PC1) foi utilizado como índice final de excesso de confiança, sendo construído a partir dos pesos obtidos na ACP. Esses pesos foram aplicados sobre as variáveis padronizadas para compor o escore final de cada empresa e ano, permitindo comparabilidade e controle de variância entre os diferentes componentes utilizados.

3.3.2 Excesso de Confiança Externo

Diferentemente da dimensão interna, o excesso de confiança externo refere-se às manifestações observáveis do viés comportamental, expressas por meio de decisões corporativas que envolvem avaliação de retornos e assunção de riscos. Nessa abordagem, o excesso de confiança é inferido a partir de escolhas estratégicas da firma que indicam otimismo excessivo dos gestores, como padrões de investimento, endividamento e crescimento. Essas decisões refletem a materialização prática do viés, permitindo captar o excesso de confiança a partir de seus efeitos concretos sobre a condução das políticas corporativas.

Ademais, para metrificar o Excesso de Confiança Externo, este estudo utilizará a metodologia proposta por Lunardi *et al.*, (2021), baseada no modelo desenvolvido por Schrand e Zechman (2012). Essa abordagem considera que a manifestação do viés comportamental do excesso de confiança pode ser inferida a partir de decisões corporativas observáveis, que resultam de expectativas desproporcionais dos gestores em relação ao desempenho futuro da empresa. A operacionalização da variável foi feita por meio de três dimensões principais: excesso de investimento, excesso de aquisições e política de endividamento (Lunardi *et al.*, (2021).

O excesso de investimento está atrelado a perspectiva de que gestores com excesso de confiança estimam para cima os fluxos de caixa de um projeto de investimentos e subestimam o risco associados, ao passo que também podem investir mais quando os recursos internos são suficientes para financiar os investimentos (Malmendier e Tate, 2005; Lunardi *et al.*, 2021). Com base nesse entendimento, o excesso de investimentos é capturado a partir do resíduo da regressão entre a variação dos ativos totais e a variação da receita líquida da empresa, conforme Equação 1:

$$\Delta Receita_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Ativos_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde, $\Delta Receita_{it}$ é a variação da receita líquida entre os anos, no referido ano; $\Delta Ativos_{it}$ é a variação do ativo total da empresa entre os anos, no referido ano; e ε_{it} é o resíduo da regressão. Ou seja, a ideia subjacente ao modelo é que os investimentos realizados (captados pela variação dos ativos totais) deveriam estar alinhadas com as variações na geração de receita da empresa. No entanto, desvios em relação a essa relação esperada (capturados pelo resíduo da regressão) indicam uma ampliação nos investimentos não justificada pelo crescimento operacional. Assim, o valor do resíduo acima da mediana do setor no respectivo ano é interpretado como um indicativo de que a empresa realizou investimentos acima do esperado

para seu padrão setorial, sendo este o critério adotado para sinalizar excesso de confiança nos investimentos.

A segunda dimensão, o excesso de aquisições, foi captado a partir do logaritmo natural do valor das aquisições registrado no fluxo de caixa de investimentos. Isso, pois, a literatura aponta que gestores excessivamente confiantes tendem a realizar mais aquisições, impulsionados por uma confiança exagerada na rentabilidade futura da organização. Essa autopercepção inflada também influencia suas decisões em relação à compra de outras empresas (Malmendier e Tate, 2015; Ahmed e Duellman, 2013; Lunardi *et al.*, 2021). Assim, as aquisições acima da mediana do setor no ano indicam um excesso de confiança, sendo considerado para metrificar o excesso de confiança.

Por fim, para captar a terceira dimensão, a política de endividamento, foi mensurada pela razão entre o passivo não circulante e o valor de mercado da empresa. A métrica busca refletir a ideia de que gestores excessivamente confiantes tendem a assumir níveis mais elevados de dívida de longo prazo, acreditando que os retornos futuros da empresa serão suficientes para arcar com esses compromissos (Lunardi *et al.*, 2021).

Assim, a dívida de longo prazo foi dividida pelo valor de mercado da empresa, e comparada com a mediana do setor para o ano, o que indica o excesso de endividamento da empresa. Quando o valor da métrica se apresenta como superior à mediana do setor, recebe o valor “1”, e “0” nos demais casos.

Como evidenciado, cada dimensão analisada recebeu uma atribuição indicando a presença ou não de excesso de confiança. Dessa forma, para a construção da variável final de Excesso de Confiança Externo, foi considerado o número proporcional de dimensões em que a empresa apresentou excesso de confiança, resultando em um índice simples.

Ou seja, cada empresa poderá apresentar um valor de excesso de confiança externo variando de 0 a 3, sendo esse valor padronizado pela razão entre o total de pontos obtidos e o total máximo possível (3). Ressalta-se que essa forma de definição busca captar a intensidade do excesso de confiança, diferenciando-se da abordagem utilizada por Lunardi *et al.* (2021), que classificou uma empresa como excessivamente confiante apenas quando apresentava pelo menos dois indicadores elevados.

3.4 Seleção de Variáveis e modelos Econométricos

Nesse sentido, para alcançar os objetivos deste trabalho, foram modeladas regressões econométricas descrita nesta seção. Entretanto, dado que o *Disclosure* do *Guidance* é um

fenômeno multifacetado, a literatura nacional e internacional elenca diversas variáveis relacionadas a ele.

A partir da Revisão Sistemática da Literatura realizada neste estudo, foram selecionadas variáveis que serviram de controle nos modelos de regressões aqui utilizados. Ressalta-se que o foco central do estudo está no *Disclosure* do *Guidance* e seu relacionamento com o Excesso de confiança dos gestores, sendo assim, a tabela 3 evidencia as *proxies* utilizadas neste trabalho como variáveis de controle, bem como suas respectivas fontes.

Tabela 3 - Variáveis de Controle utilizada no estudo

Variável	Proxy	Fonte
Tamanho	Logaritmo natural do valor de mercado da empresa no último dia de cada ano	Brandão <i>et al.</i> (2013); Câmara <i>et al.</i> (2018); Souza <i>et al.</i> (2018); Costa <i>et al.</i> (2021)
<i>Market-to-book</i>	Razão entre o valor de mercado da empresa e seu patrimônio líquido	Lerner & Flach (2022), Marques <i>et al.</i> (2021); Lunardi <i>et al.</i> (2021); Santos <i>et al.</i> (2024)
Ciclo de Vida	Modelo de Dickson (2011). A classificação dos CVO utiliza as demonstrações de fluxo de caixa, consiste em 5 estágios: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio.	Lu & Wu Tucker (2012); Dickson (2011)
Rentabilidade (ROA)	Calculado como EBIT (Lucro Antes de Juros e Impostos) dividido pelo Ativo Total.	Krishnan <i>et al.</i> (2012); Brandão <i>et al.</i> (2013); Câmara <i>et al.</i> (2018); Domingos (2022); Souza <i>et al.</i> (2018); Domingos <i>et al.</i> (2024)
Endividamento (Estrutura de Capital)	Participação de Capital de Terceiros na Estrutura de Capital da Companhia.	Lewellyn <i>et al.</i> (2020); Macedo <i>et al.</i> (2014); Souza <i>et al.</i> (2018)
Receitas de Vendas Líquidas	Logaritmo natural da Receita líquidas de vendas reportada na Demonstração do Resultado de cada ano	Câmara <i>et al.</i> (2018);
Crise Covid	Variável <i>Dummy</i> que assume 1 para os anos da crise (2020 e 2021) e 0 para os demais anos (2019, 2022, 2023, 2024)	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de pesquisa (2015)

Ressalta-se que a inclusão da variável Ciclo de Vida tem como objetivo enriquecer o modelo, sendo fundamentada no trabalho de Lu e Tucker (2012), que identificaram uma maior frequência na divulgação de *Earnings Guidance* por parte de empresas em fase de crescimento.

Complementarmente, Folster *et al.* (2015) observaram que firmas com níveis mais elevados de endividamento tendem a fornecer mais *Guidance* ao mercado. Nesse contexto, vale destacar que a captação de recursos via endividamento e, conseqüentemente, a entrada de caixa na empresa, bem como as variações nos fluxos de caixa operacionais e de investimentos, podem refletir diferentes estágios do ciclo de vida organizacional, conforme sugerido por Dickson (2011).

Para mensurar o Ciclo de Vida, adotou-se a metodologia desenvolvida por Dickson (2021), a qual se apoia na avaliação conjunta dos fluxos de caixa operacional, de investimentos e de financiamento. Essa abordagem interpreta os sinais de cada componente da demonstração de fluxo de caixa, conforme detalhado na tabela 4.

Tabela 4 - Classificação do Ciclo de vida das empresas conforme Dickson (2011)

Fluxo de Caixa	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
Operacional	-	+	+	+--+	--
Investimento	-	-	-	+--+	++
Financiamento	+	+	-	+--	+-

Fonte: Dickson (2011, p. 9)

Em relação a variável *Market-To-Book* (MTB), ela foi incorporada ao modelo com o intuito de torná-lo mais robusto, já que há indícios de que a divulgação de *Guidance* está associada positivamente à relevância das informações contábeis para o mercado (Costa, Almeida e Macedo, 2021). Dessa forma, considerando que o MTB expressa a valorização da empresa pelo mercado em relação ao seu valor contábil (Carvalho *et al.*, 2017), pressupõe-se que possa existir uma relação entre esse indicador e o *Disclosure* do *Guidance*, especialmente no que se refere à percepção dos investidores sobre a lucratividade futura.

A inclusão da variável COVID tem como objetivo capturar os efeitos da pandemia no modelo. Dessa forma, ao considerar o período da pandemia nessas relações, espera-se um modelo mais robusto e sensível às mudanças provocadas por esse evento no comportamento dos investidores.

Ademais, dado os objetivos específicos deste estudo, bem como as hipóteses de pesquisa levantadas, formulam-se alguns modelos econométricos. Para responder a H1 (alinhado ao objetivo específico a do estudo), formula-se o seguinte modelo econométrico base, evidenciado na Equação 2:

$$\begin{aligned}
 Guidance_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EC\ Ext_{it} + \beta_2 EC\ Int_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 MTB_{it} \\
 & + \beta_5 NASC_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \beta_7 MATUR_{it} + \beta_8 TURB_{it} \\
 & + \beta_9 DECL_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} ENDIV_{it} + \beta_{12} REC_{it} \\
 & + \beta_{13} COVID_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

Onde:

- $Guidance_{it}$ é o Índice de *Guidance*, calculado conforme explicitado na seção 3.3;
- $EC\ Ext_{it}$ e $EC\ Int_{it}$ são as duas métricas de excesso de confiança (externo e interno, respectivamente), calculadas conforme explicitado na seção 3.4;
- TAM_{it} é a variável tamanho;
- MTB_{it} variável *Market-to-book*;

- $NASC_{it}$, $CRESC_{it}$, $MATUR_{it}$, $TURB_{it}$, $DECL_{it}$: os cinco ciclos de vida identificados conforme metodologia proposta por Dickson (2011);
- ROA_{it} é a variável de rentabilidade do ativo;
- $ENDIV_{it}$ é a variável de endividamento;
- REC_{it} é a variável de receita líquida (logaritmo natural);

Ademais, para responder a H2 e H3 (alinhado ao objetivo específico b deste estudo) foram realizados os seguintes modelo econométricos, descrito nas equações 3, 4, 5 e 6:

$$GDform_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC Ext_{it} + \beta_2 EC Int_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 NASC_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \beta_7 MATUR_{it} + \beta_8 TURB_{it} + \beta_9 DECL_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} ENDIV_{it} + \beta_{10} REC_{it} + \beta_{13} COVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$GDecofin_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC Ext_{it} + \beta_2 EC Int_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 NASC_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \beta_7 MATUR_{it} + \beta_8 TURB_{it} + \beta_9 DECL_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} ENDIV_{it} + \beta_{10} REC_{it} + \beta_{13} COVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$GDoper_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC Ext_{it} + \beta_2 EC Int_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 NASC_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \beta_7 MATUR_{it} + \beta_8 TURB_{it} + \beta_9 DECL_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} ENDIV_{it} + \beta_{10} REC_{it} + \beta_{13} COVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$GDinvest_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC Ext_{it} + \beta_2 EC Int_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 NASC_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \beta_7 MATUR_{it} + \beta_8 TURB_{it} + \beta_9 DECL_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} ENDIV_{it} + \beta_{10} REC_{it} + \beta_{13} COVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Nos modelos 3, 4, 5 e 6, as variáveis independentes são as mesmas, o que se altera é a variável dependente, que, neste caso, se subdivide em cada parte específica do *Guidance* (dado que as hipóteses estão atreladas a elementos específicos do *Guidance*), sendo:

- $GDform_{it}$ é o índice de *Guidance* ponderado pelos aspectos formais. Ou seja, é o quantitativo alcançado por esta seção, dividido pelo total de pontos possíveis (4), multiplicado pelo peso da seção em relação ao total (4 dividido por 28).
- $GDecofin_{it}$ é o índice de *Guidance* ponderado pelos aspectos econômico-financeiros. Ou seja, é o quantitativo alcançado por esta seção, dividido pelo total de pontos possíveis (14), multiplicado pelo peso da seção em relação ao total (14 dividido por 28).

- $GDoper_{it}$ é o índice de *Guidance* ponderado pelos aspectos operacionais. Ou seja, é o quantitativo alcançado por esta seção, dividido pelo total de pontos possíveis (6), multiplicado pelo peso da seção em relação ao total (6 dividido por 28).
- $GDinvest_{it}$ é o índice de *Guidance* ponderado pelos aspectos de investimento. Ou seja, é o quantitativo alcançado por esta seção, dividido pelo total de pontos possíveis (4), multiplicado pelo peso da seção em relação ao total (4 dividido por 28).

Ressalta-se que para nos modelos para responder a H1 e H2 (equações 2 e 3), foi utilizado modelo de regressão *Tobit* (ou regressão censurada). O *Tobit* foi escolhido para este estudo por sua adequação às características da variável dependente (Índice de *Guidance*), que é limitada no intervalo $[0,1]$.

Esse modelo censurado se destaca por capturar a natureza específica de variáveis que possuem limites superior e inferior, evitando previsões fora desses limites, o que seria comum em modelos de regressão linear. A escolha do modelo *Tobit* se justifica, portanto, pela combinação de duas características essenciais: sua capacidade de tratar censura nos dados e sua adequação à distribuição da variável dependente contínua limitada. Essa abordagem assegura maior precisão e consistência nos resultados.

Ademais, para alcançar o terceiro objetivo específico, alinhado à H4 deste estudo (que busca verificar o impacto de projeções elaboradas sob excesso de confiança sobre o valor de mercado das empresas) foi construída uma nova variável denominada *Guidance* com Excesso de Confiança.

Essa variável é uma *dummy*, assumindo valor 1 quando o *Guidance* de determinada empresa, em um dado ano, apresentar um nível de excesso de confiança (resultante do somatório das componentes interno e externo) acima da média amostral do setor naquele referido ano. Caso contrário, a variável assumirá valor 0. Dessa forma, pretende-se identificar os *Guidances* que foram elaborados sob uma gestão com excesso de confiança superior à média.

Como variável dependente, utiliza-se o *Market-to-book* como proxy para valor de mercado (Shah *et al.*, 2018; Ribeiro e Souza, 2023). As variáveis de controle seguem estudos prévios que relacionam características financeiras e desempenho corporativo, conforme Shahid *et al.* (2016), Shah *et al.* (2018), Klarmann & Feurer (2018), Dal Magro *et al.* (2018) e Yang & Kim (2020).

Dada a natureza dinâmica e potencialmente endógena das variáveis financeiras no modelo para responder a H3, o modelo foi estimado pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM) em painel dinâmico, conforme Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998). Essa

abordagem é apropriada em contextos nos quais variáveis explicativas (como tamanho, rentabilidade e receita) são determinadas simultaneamente com o valor de mercado, o que violaria os pressupostos de exogeneidade em modelos tradicionais, como OLS ou efeitos fixos (Nickell, 1981; Passos & Gonçalves, 2024).

O GMM dinâmico supera esse problema ao utilizar defasagens das variáveis endógenas como instrumentos internos, baseando-se no princípio de que os valores passados são correlacionados com os valores presentes, mas não com o erro contemporâneo, desde que não haja autocorrelação de segunda ordem. Assim, obtêm-se estimativas consistentes, mitigando o viés e o problema de causalidade reversa comum em dados financeiros.

Nesse sentido, adotou-se a defasagem de dois períodos para $MTB_{i,t-1}$, uma vez que a própria variável independente já entra no modelo com uma defasagem de um período, exigindo um deslocamento adicional para garantir a validade instrumental. Para as demais variáveis financeiras (Tamanho, Endividamento, ROE, Fluxo de Caixa Operacional e Receita Líquida) foram utilizadas suas defasagens de um período como instrumentos internos, seguindo o pressuposto de que seus valores passados são correlacionados com os valores correntes, mas não correlacionados com o termo de erro contemporâneo.

A estrutura geral do modelo dinâmico estimado é apresentada na Equação 7.

$$MTB_{it} = \alpha MTB_{i,t-1} + \beta_1 GDexceconf_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 FCopera_{it} + \beta_6 REC_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon \quad (7)$$

Onde:

MTB_{it} é o *Market-to-book* da empresa;

$\alpha MTB_{i,t-1}$ é a defasagem de MTB, captando o efeito dinâmico de persistência;

$GDexceconf_{it}$ variável *dummy* que identifica *Guidance* emitido sob excesso de confiança acima da média setorial;

TAM_{it} é o logaritmo natural do valor de mercado da empresa no último dia de cada ano.

$ENDIV_{it}$ é estrutura de capital, medida pela participação de capital de terceiros;

ROE_{it} é o retorno sobre o patrimônio (Lucro líquido / Patrimônio líquido);

$FCopera_{it}$ é o logaritmo (log-seno hiperbólico) do fluxo de caixa operacional;

REC_{it} é o logaritmo natural da receita líquida da empresa;

μ_i efeitos fixos não observados específicos da firma;

λ_t efeitos temporais;

ε termo de erro idiossincrático.

Para fins de robustez e comparabilidade, o modelo GMM foi estimado em duas especificações, denominadas GMM Dinâmico (1) e GMM Dinâmico (2). A primeira é mais abrangente e considerou todas as variáveis explicativas como endógenas, utilizando defasagens como instrumentos. Já a segunda, mais parcimoniosa, tratou o tamanho da firma (TAM) e a estrutura de capital (END) como exógenas, buscando reduzir o número de instrumentos e mitigar o risco de proliferação instrumental, um problema que pode comprometer a validade dos testes de Hansen e Sargan (Roodman, 2009).

Do ponto de vista econométrico, a consideração dessas variáveis como exógenas é justificável, pois variáveis como o tamanho da empresa e a estrutura de capital tendem a ser relativamente estáveis no curto prazo e menos suscetíveis a simultaneidade com o desempenho corrente, atuando mais como determinantes estruturais do comportamento financeiro do que como respostas imediatas a choques de desempenho, alinhando-se com pressuposto do uso do GMM (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998). Tal especificação reduz o viés associado ao uso de instrumentos fracos e melhora a eficiência do estimador.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análises Estatísticas

Inicialmente, foi feita uma análise estatística das variáveis do estudo para compreender seus detalhes e direcionamentos. A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva das principais variáveis do estudo.

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis

	Média	DP*	Mínimo	p25	p50	p75	Máximo
Índice de <i>Guidance</i>	0,0605	0,1198	0,0000	0,0000	0,0000	0,0714	0,8571
<i>Guidance</i> Formal	0,0243	0,0452	0,0000	0,1429	0,0000	0,0000	0,1429
<i>Guidance</i> Econômico-Financeiro	0,0178	0,0496	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,5000
<i>Guidance</i> Operacional	0,0100	0,0301	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2143
<i>Guidance</i> de Investimentos	0,0082	0,0228	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,1429
Excesso de Confiança Externo	0,5084	0,2943	0,0000	0,3333	0,6667	0,6667	1,0000
Excesso de Confiança Interno (com exposição midiática)	0,4300	0,1462	0,0000	0,3449	0,4333	0,5198	1,0000
Excesso de Confiança Interno (sem exposição midiática)	0,6255	0,1205	0,0000	0,5897	0,6395	0,6899	1,0000
Excesso de Confiança Interno (alternativo)**	2,3080	0,2768	-1,6094	2,2225	2,3191	2,4257	2,8507
Tamanho	13,3769	4,4383	0,0000	12,3614	14,4200	15,9625	20,0197
Market-to-book	1,8065	5,1348	-48,709	0,0000	0,9968	2,0048	83,5585
Estrutura de Capital	0,2646	2,5543	-36,353	0,0287	0,3648	0,5887	52,6392
Receita líquida	12,6410	5,1315	0,0000	12,1073	14,1194	15,6671	20,2789
ROA	0,5466	5,3444	-14,596	0,0000	0,0576	0,1069	95,7999

*DP: Desvio Padrão

**O excesso de confiança alternativo foi gerado considerando pesos iguais (20%) para as cinco dimensões que compõe o excesso de confiança interno. Assim, o produto resultante foi logaritimizado para normalização. A medida foi calculada de maneira alternativa para validade e robustez da métrica do excesso de confiança interna gerado pela PCA.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

No que tange às variáveis de *Guidance*, uma primeira análise revela um cenário de baixa adesão por parte das empresas brasileiras, o que corrobora os achados de Arantes *et al.* (2021) e Costa *et al.* (2021). O Índice de *Guidance* apresenta uma média de apenas 0,0605 e, crucialmente, uma mediana de 0,0000. Este indicador sugere que mais da metade das observações da amostra não divulgaram qualquer tipo de projeção ao longo do período analisado, reforçando a perspectiva de que o *Guidance* ainda não é uma prática consolidada no mercado brasileiro. A baixa adesão é consistente mesmo quando analisado seus componentes: o *Guidance* Formal (média de 0,0243), o Econômico-Financeiro (média de 0,0178), o Operacional (média de 0,0100) e o de Investimentos (média de 0,0082) todos possuem mediana igual a zero.

Contudo, é possível observar que o *Guidance* Econômico-Financeiro detém a maior média entre os subcomponentes na amostra, denotando que projeções de lucro e receita costumam ser as mais comuns quando as empresas decidem por essa divulgação voluntária. Isto alinha-se com a predominância de *Guidance* de resultados evidenciado por Macedo *et al.* (2014).

Essa priorização do conteúdo financeiro está possivelmente relacionada com essas informações terem maior poder informativo e imediato para os stakeholders, contribuindo para diminuir a assimetria de informação e reforçando a relevância dos dados contábeis na formação do preço das ações (Costa *et al.*, 2021; Luo *et al.*, 2022). Ademais, apesar da baixa média, a presença de valores máximos elevados (0,8571 para o índice geral) indica uma heterogeneidade na amostra, com um grupo de empresas que utiliza o *Guidance* de forma mais intensa, criando um cenário propício para a análise dos fatores que influenciam essa decisão.

Em relação às *proxies* de Excesso de Confiança, os resultados apontam para a presença considerável deste viés na amostra, o que está em linha com a literatura que o caracteriza como um fenômeno generalizado (Costa *et al.*, 2019; Andrade & Lucena, 2021). A medida Externa (Excesso de Confiança Externo, baseada em decisões corporativas) apresenta uma média de 0,5084 e mediana de 0,6667, sugerindo uma distribuição ligeiramente assimétrica com uma tendência a valores mais altos.

Já as medidas Internas (Excesso de Confiança Interno, derivadas de características dos gestores, conforme descrito na metodologia), mostram resultados distintos. Dado o caráter inovativo de incluir a dimensão de exposição midiática no Excesso de Confiança Interno, foi feito uma segregação da métrica de Excesso de Confiança com e sem esta dimensão, para

verificar os potenciais efeitos que essa inclusão tem sobre as outras dimensões de excesso de confiança que se mostram consolidadas na literatura.

A *proxy* com exposição midiática apresenta média de 0,4300, enquanto a medida sem exposição exibe valor significativamente superior (0,6255). Esse resultado evidencia uma dinâmica relevante nos constructos de excesso de confiança, em consonância com a perspectiva de *gestão de impressões causadas* (Arantes *et al.*, 2019). A partir desses achados, infere-se que a exposição midiática atua como fator atenuante da percepção de excesso de confiança, reduzindo sua média observada. Por se tratar de uma decisão deliberada dos diretores, a escolha de se expor publicamente pode funcionar como um mecanismo de gerenciamento da percepção junto aos *stakeholders*. Nesse sentido, a comunicação pode funcionar como atenuador dos efeitos de dimensões não controláveis (como a idade), promovendo uma imagem de maior cautela perante o mercado (Souza *et al.*, 2018; Arantes *et al.*, 2021).

A análise dos quartis reforça essa diferença: o primeiro quartil da medida “sem exposição” (p25 = 0,5897) supera o terceiro quartil da medida “com exposição” (p75 = 0,5198). Esse contraste indica, portanto, que os gestores menos expostos à mídia não apenas apresentam, em média, níveis mais altos de excesso de confiança, mas também que toda a distribuição desse grupo é marcada por valores sistematicamente mais elevados, reforçando o potencial papel moderador da exposição midiática sobre o excesso de confiança. Ademais, a variável Interna (alternativa), construída para fins de robustez, apresentou valores centralizados (média de 2,3080) e um desvio padrão menor.

Ademais, as variáveis de controle descrevem uma amostra heterogênea em termos de porte e desempenho. O Tamanho (logaritmo do ativo total) e a Receita Líquida (logaritmo) apresentam ampla dispersão, indicando a presença de tanto pequenas quanto grandes empresas na amostra. Chama a atenção a alta volatilidade das variáveis *Market-to-book*, Estrutura de Capital e ROA, evidenciada pelos elevados desvios-padrão e pelos valores máximos e mínimos extremos (ex: MTB variando de -48,7 a 83,5).

A tabela 6 a seguir focaliza em trazer as médias do setor para as principais variáveis do estudo (*Guidance* e Excesso de Confiança), com intuito de compreender as suas dinâmicas e potenciais particularidades encontradas nos setores empresariais.

Tabela 6 - Médias por setor (para as variáveis *Guidance* e Excesso de Confiança)

	Qtd	IG	MP*	EC Ext	MP*	EC Int (c/expo. média)	MP*	EC Int (s/expo. média)	MP*	EC Int (alter)**	MP*
Bens industriais	329	0,06	0,01	0,51	0,08	0,47	0,08	0,66	0,11	1,03	0,16
Comunicações	28	0,17	0,00	0,57	0,01	0,37	0,00	0,56	0,01	1,01	0,01
Consumo cíclico	532	0,04	0,01	0,51	0,13	0,41	0,11	0,61	0,16	0,99	0,26

Consumo não cíclico	175	0,10	0,01	0,51	0,04	0,43	0,04	0,63	0,05	0,99	0,08
Financeiro	280	0,07	0,01	0,51	0,07	0,44	0,06	0,62	0,08	1,00	0,14
Materiais básicos	182	0,10	0,01	0,51	0,04	0,46	0,04	0,66	0,06	1,00	0,09
Outros	14	0,00	0,00	0,52	0,00	0,36	0,00	0,61	0,00	0,96	0,01
Petróleo gás e biocombustíveis	70	0,07	0,00	0,52	0,02	0,46	0,02	0,65	0,02	1,02	0,03
Saúde	140	0,06	0,00	0,50	0,03	0,44	0,03	0,62	0,04	1,00	0,07
Tecnologia da informação	63	0,03	0,00	0,49	0,01	0,35	0,01	0,57	0,02	0,96	0,03
Utilidade pública	245	0,04	0,00	0,51	0,06	0,40	0,05	0,59	0,07	1,00	0,12
Total	2058	0,06	0,06	0,51	0,51	0,43	0,43	0,63	0,63	1,00	1,00

Notas: IG: Índice de *Guidance*; EC Ext: Excesso de Confiança Externo; EC Int (c/expo. Mídia): Excesso de confiança Interno incluindo a dimensão de exposição midiática; EC Int (s/expo. Mídia): Excesso de confiança Interno excluindo a dimensão de exposição midiática.

*MP: Média ponderada pelo quantitativo de empresas no setor

**O excesso de confiança alternativo foi gerado considerando pesos iguais (20%) para as cinco dimensões que compõe o excesso de confiança interno. Assim, o produto resultante foi logaritimizado para normalização. A medida foi calculada de maneira alternativa para validade e robustez da métrica do excesso de confiança internado gerado pela PCA.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

No que se refere ao Índice de *Guidance* (IG), a análise evidencia certa heterogeneidade entre os setores, embora partindo de uma base geralmente baixa, conforme indicado na estatística descritiva geral. O setor de Comunicações destaca-se como um *outlier*, com média de 0,17, substancialmente superior à média geral de 0,06.

Tal resultado mostra-se plausível diante da natureza dinâmica e competitiva do setor, marcado por constantes mudanças tecnológicas, regulatórias e de preferências do consumidor, corroborando os achados de Arantes *et al.* (2021). Nesse contexto, a comunicação proativa com o mercado, por meio de projeções, configura-se como ferramenta estratégica essencial para gerir expectativas, sinalizar movimentos futuros e legitimar a atuação da empresa, frequentemente por meio de estratégias diferenciadas de divulgação (Costa *et al.*, 2021; Ascari *et al.*, 2023).

Em contrapartida, os setores de Tecnologia da Informação e Outros apresentam as médias mais baixas (0,03 e 0,00, respectivamente), isso está em consonância com os achados de Arantes *et al.* (2021), que associam a menor aderência no setor tecnológico ao alto nível de incerteza sobre investimentos em P&D e o retorno desses ativos.

No contexto brasileiro, onde muitas empresas de TI enfrentam alta volatilidade, a aversão a emitir projeções formais pode ser uma forma de evitar o risco de não cumprir as metas evidenciadas, dado que projetar informações traz consigo uma maior cobrança por parte do mercado. Essa cautela é justificada, pois projeções não realizadas podem influenciar negativamente as cotações e comprometer a credibilidade da companhia, constituindo um custo de divulgação (Anhalt, 2007).

Com relação a medida de Excesso de Confiança Externa (EC Ext), nota-se uma estabilidade em todos os setores, com médias variando minimamente entre 0,49 e 0,52. Esta homogeneidade é um achado relevante e sugere que o viés de excesso de confiança, quando medido por decisões de investimento e financiamento, pode ser um traço menos sensível às especificidades do setor, refletindo a tendência universal de gestores a superestimar suas próprias habilidades (Dal Magro *et al.*, 2018).

Por outro lado, as medidas Internas de excesso de confiança apresentam uma variação setorial mais acentuada, o que se mostra coerente, pois são baseadas em características intrínsecas dos diretores e, naturalmente variáveis. O setor de Bens industriais consistentemente apresenta os maiores índices de excesso de confiança interno em todas as suas formas (com e sem exposição midiática e a alternativa). Este setor, é tipicamente caracterizado por projetos de elevada complexidade, horizontes de longo prazo e decisões que envolvem alto capital investido, o que eleva o grau de incerteza e dificuldade na calibração de expectativas.

De acordo com Lichtenstein *et al.* (1980), o excesso de confiança tende a se intensificar em tarefas mais complexas, no qual indivíduos superestimam sua precisão quando confrontados com desafios de difícil mensuração. Assim, a combinação entre a natureza técnica das operações, a necessidade constante de projeções de longo prazo e a cultura corporativa tradicional pode fomentar líderes mais propensos à superestimação de suas próprias capacidades e julgamentos, reforçando o viés de excesso de confiança observado nesse setor.

Em contrapartida, os setores de Comunicações e Tecnologia da Informação exibem os menores níveis, o que pode refletir um ambiente de negócios mais incerto e volátil, onde a confiança excessiva poderia ser penalizada mais rapidamente pelo mercado.

Para afunilar as análises, a tabela 7 analisa o *Guidance* ao desagregar o índice geral em seus quatro componentes para cada setor econômico.

Tabela 7 - Média do Índice de *Guidance* por setor

	Qtd	IG Formal	MP*	IG Eco-Fin	MP*	IG Ope	MP*	IG Invest	MP*
Bens industriais	329	0,0193	0,0031	0,0170	0,0027	0,0119	0,0019	0,0068	0,0011
Comunicações	28	0,0663	0,0009	0,0523	0,0007	0,0191	0,0003	0,0344	0,0005
Consumo cíclico	532	0,0141	0,0036	0,0117	0,0030	0,0068	0,0018	0,0045	0,0012
Consumo não cíclico	175	0,0365	0,0031	0,0265	0,0023	0,0216	0,0018	0,0108	0,0009
Financeiro	280	0,0302	0,0041	0,0291	0,0040	0,0087	0,0012	0,0027	0,0004
Materiais básicos	182	0,0428	0,0038	0,0222	0,0020	0,0190	0,0017	0,0210	0,0019
Outros	14	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Petróleo gás e biocombustíveis	70	0,0316	0,0011	0,0230	0,0008	0,0133	0,0005	0,0056	0,0002
Saúde	140	0,0316	0,0022	0,0194	0,0013	0,0026	0,0002	0,0102	0,0007
Tecnologia da informação	63	0,0130	0,0004	0,0108	0,0003	0,0040	0,0001	0,0006	0,0000
Utilidade pública	245	0,0171	0,0020	0,0060	0,0007	0,0055	0,0007	0,0124	0,0015
Total	2058	0,0243	0,0243	0,0178	0,0178	0,0100	0,0100	0,0082	0,0082

Notas: IG: Índice de *Guidance*; IG Formal: *Guidance* Formal; IG Eco-Fin: *Guidance* Econômico-Financeiro; IG Invest: *Guidance* de Investimentos.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

Os resultados mostram que o *Guidance* Formal (média de 0,0243) é o mais comum, seguido pelo Econômico-Financeiro (0,0178), Operacional (0,0100) e, por fim, o de Investimentos (0,0082). Isso se alinha com o que a literatura aponta, especialmente as projeções de cunho Econômico-Financeiro, pois são as mais tradicionais e esperadas pelos investidores, dado sua capacidade movimentar o mercado (Costa *et al.*, 2021), enquanto projeções operacionais e de investimentos, por serem mais específicas e potencialmente mais sensíveis, são divulgadas com menor frequência (Souza *et al.*, 2018).

Com relação aos setores, o de Comunicações mais uma vez se destaca de forma contundente, apresentando as médias mais altas em praticamente todos os componentes. Este padrão corrobora a análise anterior e sugere que, em um setor caracterizado por alta alavancagem e volatilidade e com a presença de agências reguladoras (Arantes *et al.*, 2021), a comunicação proativa pode ser uma estratégia abrangente, abordando desde resultados financeiros até planos de investimento futuro para gerenciar as expectativas do mercado de forma holística.

Outros setores apresentam padrões mais específicos. O de Materiais Básicos se destaca pelo *Guidance* de Investimentos (média de 0,0210), o segundo maior entre todos, o que é esperado em um setor capital-intensivo e cíclico, onde decisões de expansão e manutenção são cruciais para o desempenho futuro (Costa *et al.*, 2021). Já o setor de Consumo não cíclico revela maior foco no *Guidance* Operacional (média de 0,0216), o mais elevado neste componente, possivelmente devido à estabilidade da demanda, que confere maior segurança aos gestores para projetar métricas como volume de vendas e produção.

O setor Financeiro concentra-se fortemente no *Guidance* Econômico-Financeiro (média de 0,0291), o que é esperado, já que projeções sobre margens, crédito e resultados são centrais na comunicação de instituições financeiras. Em contraste, os setores de Tecnologia da Informação e Outros exibem os menores níveis de divulgação (sendo este último nulo), possivelmente devido à alta volatilidade e à incerteza inerente à inovação, que incentivam uma postura mais cautelosa.

Em contínuo, a tabela 8 analisa as principais variáveis do estudo ao longo dos anos. Esta análise foi realizada para identificar tendências, responder a como eventos macroeconômicos (como a pandemia de COVID-19) impactaram as práticas de divulgação do *Guidance*.

Tabela 8 - Média do Índice de *Guidance* e Excesso de Confiança ao longo dos anos

	IG	IG Formal	IG Eco-Fin	IG Op	IG Invest	EC Ext	EC Int (c/ expo. Mídia)	EC Int (s/ expo. Mídia)	EC Int (alter)*
2018	0,0452	0,0203	0,0128	0,0064	0,0057	0,5215	0,4307	0,6067	0,9700
2019	0,0347	0,0158	0,0086	0,0047	0,0056	0,4569	0,4222	0,6040	0,9747
2020	0,0513	0,0202	0,0155	0,0090	0,0066	0,4161	0,4301	0,6211	0,9941
2021	0,0714	0,0276	0,0219	0,0124	0,0096	0,5748	0,4298	0,6265	1,0101
2022	0,0635	0,0260	0,0190	0,0103	0,0083	0,5420	0,4243	0,6335	1,0170
2023	0,0639	0,0262	0,0183	0,0096	0,0097	0,5204	0,4345	0,6423	1,0236
2024	0,0938	0,0340	0,0284	0,0177	0,0123	0,5272	0,4380	0,6442	1,0270
Total	0,0605	0,0243	0,0178	0,0100	0,0082	0,5084	0,4300	0,6255	1,0024

Notas: IG: Índice de *Guidance*; IG Formal: *Guidance* Formal; IG Eco-Fin: *Guidance* Econômico-Financeiro; IG Invest: *Guidance* de Investimentos. *O excesso de confiança alternativo foi gerado considerando pesos iguais (20%) para as cinco dimensões que compõe o excesso de confiança interno. Assim, o produto resultante foi logaritimizado para normalização. A medida foi calculada de maneira alternativa para validade e robustez da métrica do excesso de confiança internado gerado pela PCA.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

O Índice de *Guidance* (IG), após uma leve queda em 2019, salta para 0,0513 em 2020, o primeiro ano da pandemia. Este aumento é particularmente interessante, pois contrasta com evidências de mercados desenvolvidos, como o estudo de Agapova e Madura (2016), que encontraram uma redução na divulgação de projeções durante períodos de crise e incerteza.

No contexto brasileiro, esse padrão sugere que as empresas recorreram ao *Guidance* como instrumento gerenciar a volatilidade e sinalizar controle diante da incerteza, alinhando-se com os achados de Sousa *et al* (2024). Essa tendência de alta se intensifica em 2021 (0,0714), um ano de otimismo com a recuperação econômica, e atinge seu pico histórico em 2024 (0,0938). Essa trajetória ascendente, especialmente a partir de 2020, indica uma crescente maturidade ou adoção da prática de divulgação voluntária no mercado brasileiro, possivelmente impulsionada pela busca por maior transparência. É importante notar que todos os componentes do *Guidance* (Formal, Econômico-Financeiro, Operacional e de Investimentos) seguem esse mesmo padrão geral, o que reforça a robustez da tendência.

Já com relação ao Excesso de Confiança Externo, é possível notar uma maior sensibilidade ao ciclo econômico. Ele apresenta uma queda em 2020 (0,4161), o que é esperado em momentos de crise (Santos *et al.*, 2024), visto que a incerteza da pandemia levou os gestores a adiar ou cancelar projetos de investimento e financiamento, às bases dessa medida, atenuando o excesso de confiança. Contudo, ele salta para seu pico em 2021 (0,5748), possivelmente refletindo um otimismo do "*rebound*" econômico.

Com relação as *proxies* de Excesso de Confiança interno, a *proxy* com exposição midiática (EC Int c/expo.) demonstra uma estabilidade ao longo de todo o período, variando minimamente entre 0,4222 e 0,4380. Essa estabilidade sugere que essa medida captura um traço de personalidade ou um perfil de comunicação mais fundamental e menos suscetível às flutuações do ambiente macroeconômico.

Por fim, a proxy sem exposição midiática (EC Int s/expo.) e da a alternativa apresentam uma tendência de crescimento contínua, passando de 0,6067 (em 2018) para 0,6442 (em 2024). Este aumento gradual e constante pode ser explicado pela literatura que associa o maior tempo de atuação na área e o aumento da experiência dos gestores à um maior excesso de confiança (Sampaio *et al.*, 2012), especialmente em tarefas de alta complexidade e feedback lento (Lichtenstein *et al.*, 1980), reforçando o papel de moderação que dimensão acrescenta (exposição midiática) possui nesse enredo, atenuando esse processo de aumento.

A tabela 9 segue a mesma lógica de analisar as variáveis por setor, mas focaliza em trazer as médias do setor para as variáveis de controle do estudo.

Tabela 9 - Médias por setor (Variáveis de controle)

	Qtd	Tam	MP*	MTB	MP*	Estrut.	MP*	Rec.	MP*	ROA	MP*
Bens industriais	329	12,80	2,05	1,80	0,29	0,26	0,04	13,18	2,11	1,16	0,19
Comunicações	28	16,14	0,22	0,44	0,01	1,45	0,02	12,04	0,16	0,00	0,00
Consumo cíclico	532	12,72	3,29	1,80	0,47	0,04	0,01	13,32	3,44	1,14	0,29
Consumo não cíclico	175	12,71	1,08	1,75	0,15	0,57	0,05	14,70	1,25	0,07	0,01
Financeiro	280	14,86	2,02	1,35	0,18	0,15	0,02	5,77	0,79	0,03	0,00
Materiais básicos	182	13,96	1,23	2,09	0,18	0,40	0,04	14,11	1,25	0,10	0,01
Outros	14	5,45	0,04	2,83	0,02	0,00	0,00	4,96	0,03	-0,55	0,00
Petróleo gás e biocombustíveis	70	13,68	0,47	1,11	0,04	0,13	0,00	15,27	0,52	0,05	0,00
Saúde	140	12,26	0,83	2,38	0,16	0,37	0,03	14,12	0,96	0,06	0,00
Tecnologia da informação	63	10,28	0,31	1,59	0,05	-0,12	0,00	12,69	0,39	1,16	0,04
Utilidade pública	245	15,40	1,83	2,21	0,26	0,52	0,06	14,63	1,74	0,09	0,01
Total Geral	2058	13,38	13,38	1,81	1,81	0,26	0,26	12,64	12,64	0,55	0,55

Notas: Tam: Tamanho; MTB: Market-to-book; Estrut.: Estrutura de Capital; Rec.: Receita Líquida; ROA: Rentabilidade do Ativo.

*MP: Média ponderada pelo quantitativo de empresas no setor.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

A análise das variáveis de porte e escala, Tamanho e Receita Líquida, revela distinção entre os setores. Os setores de Utilidade Pública (Tamanho médio de 15,40) e Financeiro (14,86) se destacam como os de maior porte, o que é esperado, dada a natureza capital-intensiva e a maturidade de suas atividades. Em contrapartida, os setores de Outros (5,45) e Tecnologia da Informação (10,28) apresentam o menor porte médio, sugerindo a presença de empresas menores, possivelmente em estágios mais iniciais de desenvolvimento ou com modelos de negócios mais enxutos.

Quanto às expectativas de mercado (Market-to-book – MTB), os setores de Saúde (2,38) e Outros (2,83) exibem as maiores médias, refletindo antecipação de forte crescimento futuro, típica de segmentos inovadores e em expansão. Em contraste, setores maduros e regulados, como Financeiro (1,35) e Comunicações (0,44), apresentam MTBs menores, sinalizando crescimento mais modesto e avaliações próximas ao valor contábil. Curiosamente, o setor de

Comunicações, que teve a maior média de *Guidance*, possui o menor MTB, o que pode indicar que a divulgação de projeções nesse setor funciona menos como um sinal de crescimento e mais como uma ferramenta para gerenciar a percepção de risco.

As variáveis de risco e rentabilidade revelam as distinções mais marcantes entre os setores. O setor de Comunicações se destaca com uma Estrutura de Capital de 1,45, um valor extremamente elevado que indica, em média, que o passivo excede o patrimônio líquido. Este perfil de alto risco, pode estar atrelado a investimentos pesados e contínuos em infraestrutura. Essa característica pode explicar a maior propensão à divulgação de *Guidance*, usada como mecanismo para reduzir incertezas e sinalizar controle.

Em termos de rentabilidade (ROA), os setores de Bens industriais (1,16) e Consumo cíclico (1,14) se mostram os mais lucrativos em relação ao seu ativo total. Em contraste, setores como Financeiro, Comunicações e Saúde apresentam rentabilidades médias próximas de zero, refletindo diferentes realidades, como a natureza do negócio financeiro (onde métricas como ROE são mais relevantes) ou a reinversão de resultados em P&D no caso da saúde. O setor "Outros" apresenta um ROA negativo (-0,55), o que, somado ao seu pequeno porte, o caracteriza como o segmento mais arriscado da amostra.

A Tabela 10 apresenta a matriz de correlações de *Pearson* entre as variáveis centrais do estudo, oferecendo um panorama preliminar das relações que fundamentam as hipóteses a serem testadas.

Tabela 10 – Correlações entre Índice de *Guidance* e Excesso de Confiança

	IG	IG Formal	IG Eco-Fin	IG Ope	IG Invest	EC Ext	EC Int (c/expo. mídia)	EC Int (s/expo. mídia)	EC Int (alter)
IG	1								
IG Formal	0,87***	1							
IG Eco-Fin	0,85***	0,60***	1						
IG Ope	0,77***	0,56***	0,56***	1					
IG Invest	0,64***	0,56***	0,33***	0,40***	1				
EC Ext	-0,07***	-0,06***	-0,04**	-0,07***	-0,08***	1			
EC Int (c/expo. mídia)	-0,11***	-0,11***	-0,09***	-0,05**	-0,09***	0,05**	1		
EC Int (s/expo. mídia)	-0,12***	-0,11***	-0,07***	-0,11***	-0,11***	-0,003	0,38***	1	
EC Int (alter)	0,01	0,02	-0,001	0,031	0,007	0,024	0,49***	-0,46***	1

Notas: IG: Índice de *Guidance*; IG Formal: *Guidance* Formal; IG Eco-Fin: *Guidance* Econômico-Financeiro; IG; EC Ext: Excesso de Confiança Externo; EC Int (c/expo. Mídia): Excesso de confiança Interno incluindo a dimensão de exposição midiática; EC Int (s/expo. Mídia): Excesso de confiança Interno excluindo a dimensão de exposição midiática.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

A análise das correlações evidencia coerência e robustez entre as medidas de Excesso de Confiança Interno e Externo, reforçando que ambas capturam facetas complementares do mesmo constructo. A correlação positiva entre o Excesso de Confiança Externo e o Interno

(com e sem exposição midiática) indica alinhamento conceitual entre as dimensões do viés, o que sustenta a consistência teórica das medidas.

Além disso, é possível verificar que a inclusão da variável de exposição não altera a direção do relacionamento (EC Interno c/expo. mídia permanece positivamente correlacionada), mas adiciona uma camada interpretativa ligada à comunicação e visibilidade do gestor, ampliando a compreensão do viés.

Um aspecto metodológico relevante emerge da análise da *proxy* Interna (alternativa). Essa medida, construída a partir da média simples das cinco dimensões do constructo, não apresentou correlação estatisticamente significativa com nenhuma das variáveis de *Guidance*.

A ausência de significância pode ser atribuída à sua própria forma de construção: diferentemente das medidas derivadas por Análise de Componentes Principais (PCA) — EC Interno (com exposição midiática) e EC Interno (sem exposição midiática) —, que otimizam a combinação das variáveis de forma a maximizar a variância comum, a média simples tende a diluir o sinal estatístico do constructo.

O ponto central da análise, contudo, emerge das correlações entre *Guidance* e Excesso de Confiança. Observa-se um padrão consistente de correlações negativas e estatisticamente significativas entre a propensão à emissão de *Guidance* e as proxies de excesso de confiança.

As medidas Externa e Internas (com e sem exposição midiática) apresentam correlações negativas com o Índice de *Guidance* e seus subcomponentes, o que sugere que gestores mais confiantes tendem a divulgar menos informações prospectivas. Esse resultado está alinhado à perspectiva teórica de Schrand e Zechman (2012), segundo a qual gestores excessivamente confiantes, ao acreditarem na superioridade de suas habilidades e na qualidade de seus projetos, podem subestimar a necessidade de sinalizar informações ao mercado por meio de divulgações voluntárias (Lunardi *et al.*, 2021).

No contexto brasileiro, caracterizado por elevada assimetria informacional (Silva *et al.*, 2023), baixa tradição de *Disclosure* prospectivo e estruturas de governança em consolidação, essa dinâmica torna-se ainda mais plausível. Gestores superconfiantes podem interpretar o ato de divulgar projeções como um risco desnecessário, dado o custo de reputação por não cumprimento (Arantes *et al.*, 2021), especialmente em ambientes de competição intensa, onde a comunicação estratégica pode expor informações sensíveis a concorrentes.

Assim, o excesso de confiança pode se manifestar não como maior otimismo comunicacional, como frequentemente descrito na literatura internacional, mas como uma subestimação estratégica da necessidade de *Disclosure*. Este contraste demonstra que o Excesso

de Confiança é altamente sensível ao ambiente de mercado, em consonância com Agapova *et al.* (2025).

Em aditivo, esse resultado é consistente com as evidências do mercado brasileiro e com a literatura sobre vieses comportamentais na tomada de decisão. Estudos como os de Dal Magro *et al.* (2018) e Moreira *et al.* (2023) mostram que gestores menos confiantes tendem a adotar práticas de gerenciamento de resultados para reduzir incertezas e controlar a percepção de analistas e investidores. Sob essa mesma lógica, é plausível supor que esses gestores menos confiantes também apresentem maior propensão a divulgar *Guidance*, uma vez que a literatura destaca sua função de alinhar expectativas e mitigar riscos informacionais (Anhalt, 2007; Hirst *et al.*, 2008; Han, 2013; Souza & Sanches, 2018).

Em contrapartida, gestores excessivamente confiantes, seguros de sua própria capacidade e do desempenho futuro da empresa, tendem a perceber menor necessidade de comunicação formal com o mercado, evitando compromissos públicos que possam restringir sua autonomia decisória.

Essa dinâmica explicaria a relação negativa observada entre o excesso de confiança e a divulgação de *Guidance* evidenciado previamente nas correlações, reforçando que o excesso de confiança pode reduzir a disposição à transparência corporativa. Se gestores menos confiantes tendem a gerenciar resultados para reduzir incertezas (Dal Magro *et al.*, 2018; Moreira *et al.*, 2023), também poderão tender a emitir mais *Guidance* pelo mesmo motivo de alinhar percepções e evitar surpresas.

Em suma, os resultados da matriz de correlações corroboram para a evidência de que o excesso de confiança está associado a uma menor propensão à divulgação prospectiva no contexto brasileiro. Ademais, as análises inferenciais na seção 4.2 buscam aprofundar e validar estatisticamente os aspectos evidenciados na análise estatística.

4.2 Análises Inferenciais

A Tabela 11 apresenta os resultados dos modelos econométricos estimados para testar a Hipótese 1 (H1), que investiga se o excesso de confiança dos gestores influencia a propensão das empresas a emitirem *Guidance*.

Inicialmente, foram realizados testes de diagnóstico para assegurar a validade das estimativas. O teste de normalidade dos resíduos não indicou desvios relevantes, e o *Variance Inflation Factor* (VIF) confirmou a ausência de multicolinearidade entre os regressores. Já os testes de *Breusch-Pagan* e *Durbin-Watson* apontaram, respectivamente, a presença de heterocedasticidade e autocorrelação, nesse sentido, as regressões foram ajustadas com o uso

de erros-padrão robustos do tipo HAC (*Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent*), com base na matriz de covariância de Newey-West. Essa abordagem confere maior confiabilidade aos testes de hipóteses, garantindo que os valores-t e níveis de significância sejam consistentes.

A modelagem seguiu uma estratégia incremental. O Modelo 0 (Reg 0) incluiu apenas as variáveis de controle, enquanto os Modelos 1, 2 e 3 incorporaram progressivamente as variáveis de excesso de confiança (externo e interno) e a *dummy* da COVID-19, incluindo suas interações (parcial no modelo 1, apenas com variável derivada do valor de mercado – MTB, e interação total no modelo 2 com todas as variáveis financeiras).

No modelo 2, foi feita interação entre COVID e MTB pela natureza da métrica em ser baseadas na avaliação de mercado das empresas e, em contextos de crise, a forma como os investidores precificam e percebem as companhias tende a se alterar, impactando diretamente esses indicadores (Griggs, 2001; Ramelli *et al.*, 2020; Muryadi e Suhendah, 2024). Sobretudo, dado os efeitos generalizados da Covid sob o desempenho organizacional, no modelo 3 foi feita a interação completa em todas as variáveis financeiras para fins comparativos e de robustez.

A mesma lógica foi aplicada aos Modelos 1.1, 2.2 e 3.1, que substituem o Excesso de Confiança interno “com exposição midiática” (EC Int (c/expo. mídia) pela “sem exposição midiática” (EC Int (s/expo. mídia). Isso foi feito como teste de robustez e de validação da proposta metodológica de incluir a exposição midiática da mensuração do Excesso de Confiança Interno.

O critério de *Log Likelihood* foi utilizado para selecionar o modelo mais ajustado para inferir as análises, assim, os Modelos 3 e 3.1 apresentaram os melhores desempenhos (-703.758 e -708.251, respectivamente), com interação total do Covid as variáveis financeiras. O *Wald Test* foi altamente significativo em todas as especificações, confirmando a relevância conjunta dos regressores. Dessa forma, as análises substantivas para testar o relacionamento entre *Disclosure do Guidance* e Excesso de Confiança se concentram na Reg 3, considerado o mais completo e robusto, conforme verificável na Tabela 11.

Tabela 11 - Regressões com e sem exposição midiática no Excesso de Confiança Interno

	<i>Dependent variable:</i>				<i>Dependent variable:</i>		
	<i>Ind Guidance</i>				<i>Ind Guidance</i>		
	Reg 0 (HAC) Modelo 0	Reg 1 (HAC) Modelo 1	Reg 2 (HAC) Modelo 2	Reg 3 (HAC) Modelo 3	Reg 1.1 (HAC) Modelo 1.1	Reg 2.2 (HAC) Modelo 2.2	Reg 3.1 (HAC) Modelo 3.1
EC Ext		-0.0530 (0.0477)	-0.0546 (0.0480)	-0.0526 (0.0482)	-0.0549 (0.0482)	-0.0564 (0.0485)	-0.0542 (0.0485)
EC Int (c/expo. mídia)		-0.1914* (0.1156)	-0.1931* (0.1159)	-0.1911* (0.1148)			

EC Int (s/expo. midia)					-0.0468	-0.0479	-0.0477
					(0.1376)	(0.1380)	(0.1373)
Tam	0.042***	0.0397***	0.0400***	0.0424***	0.0409***	0.0413***	0.0439***
	(0.011)	(0.0108)	(0.0109)	(0.0120)	(0.0112)	(0.0113)	(0.0125)
MTB	-0.009**	-0.0094***	-0.0067**	-0.0072**	-0.0095***	-0.0068**	-0.0073**
	(0.003)	(0.0036)	(0.0031)	(0.0032)	(0.0036)	(0.0032)	(0.0033)
Covid			0.0211	0.1641		0.0201	0.1734
			(0.0193)	(0.1229)		(0.0191)	(0.1305)
Estrut	0.003	0.0028	0.0027	0.0021	0.0029	0.0027	0.0022
	(0.004)	(0.0042)	(0.0041)	(0.0046)	(0.0043)	(0.0042)	(0.0047)
Rec	0.007**	0.0072**	0.0074**	0.0082**	0.0079**	0.0081**	0.0089**
	(0.003)	(0.0037)	(0.0037)	(0.0036)	(0.0036)	(0.0036)	(0.0036)
ROA	-0.009*	-0.0084*	-0.0083*	-0.0090*	-0.0087*	-0.0086*	-0.0091*
	(0.005)	(0.0046)	(0.0046)	(0.0052)	(0.0049)	(0.0049)	(0.0053)
Nasc	-0.047	-0.0554	-0.0558	-0.0557	-0.0577	-0.0581	-0.0579
	(0.044)	(0.0448)	(0.0450)	(0.0454)	(0.0447)	(0.0449)	(0.0453)
Cresc	-0.060	-0.0752*	-0.0753*	-0.0760*	-0.076**	-0.076**	-0.077**
	(0.039)	(0.0410)	(0.0410)	(0.0410)	(0.031)	(0.031)	(0.031)
Maturidade	-0.034	-0.0428	-0.0426	-0.0440	-0.0454	-0.0452	-0.0467
	(0.034)	(0.0355)	(0.0354)	(0.0356)	(0.0357)	(0.0356)	(0.0358)
Declinio	-0.135**	-0.1328**	-0.1325**	-0.1353**	-0.1322**	-0.1321**	-0.1350**
	(0.058)	(0.0576)	(0.0576)	(0.0578)	(0.0576)	(0.0576)	(0.0579)
MTB:Covid			-0.0145***	-0.0112**		-0.0142***	-0.0106**
			(0.0053)	(0.0054)		(0.0052)	(0.0054)
Tam:Covid				-0.0075			-0.0081
				(0.0089)			(0.0095)
Covid:Estrut				0.0039			0.0036
				(0.0082)			(0.0082)
Covid:Rec_log				-0.0030			-0.0031
				(0.0038)			(0.0038)
Covid:ROA				0.0020			0.0016
				(0.0031)			(0.0030)
Constant	-0.798***	-0.6444***	-0.6531***	-0.6984***	-0.7219***	-0.7307***	-0.7789***
	(0.175)	(0.1683)	(0.1703)	(0.1844)	(0.1811)	(0.1829)	(0.1957)
Log(scale)	-1.235***	-1.2413***	-1.2440***	-1.2444***	-1.2367***	-1.2393***	-1.2397***
	(0.051)	(0.0505)	(0.0504)	(0.0504)	(0.0507)	(0.0506)	(0.0506)
Observations	2,058	2,058	2,058	2,058	2,058	2,058	2,058
Log Likelihood	-713.467	-707.414	-704.866	-703.758	-711.914	-709.466	-708.251
Wald Test	205.662**	220.126***	222.936***	222.638***	210.651***	213.241***	213.146***
	(df = 9)	(df = 11)	(df = 13)	(df = 17)	(df = 11)	(df = 13)	(df = 17)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

É importante mencionar que a comparação entre as Reg 3 e 3.1 destaca a relevância da dimensão da exposição midiática. Ao substituir a proxy com exposição pela versão sem exposição, o coeficiente é estatisticamente não significativo (-0,0477).

Essa diferença demonstra que a exposição midiática é um componente essencial para capturar a faceta comportamental do excesso de confiança que efetivamente influencia o *Disclosure* do *Guidance*. Em termos metodológicos, a inclusão dessa dimensão aprimora o poder explicativo do modelo (melhor *Log Likelihood*) e revela que a forma como o gestor se comunica e se posiciona publicamente permite compreender como o viés de confiança se traduz em decisões corporativas.

Nesse sentido, focalizando na regressão principal deste estudo (Reg 3), demonstram que o coeficiente da variável Excesso de Confiança Externo (EC Ext) é negativo (-0,0526), embora não significativo ao nível de 10%. Esse resultado fornece o insight de que, controlados outros fatores, o viés de confiança manifestado em decisões corporativas (como excesso de investimento) não exerce influência direta sobre a decisão de emitir *Guidance*. Esse achado está em consonância com Andrade & Lucena (2021), que também encontraram coeficientes não significativos para o Excesso de Confiança em relação às decisões de financiamento.

Sobretudo, quando observado a variável de Excesso de Confiança Interno com exposição midiática EC Int (c/expo. Midia), é percebido um coeficiente negativo (-0,1911) e estatisticamente significativo ($p < 0,1$). Esse achado evidencia que, quanto maior o excesso de confiança dos gestores (neste caso, mensurado por traços intrínsecos e padrões de comunicação pública) menor é a associação com o *Disclosure* de projeções ao mercado. Assim, a direção observada contraria a hipótese H1 deste estudo que postula uma relação positiva, e reforça a inferência preliminar das análises de correlação de que a autoconfiança excessiva tende a reduzir o nível de *Disclosure* voluntário.

Embora esse resultado contrarie achados da literatura internacional, que associa o maior Excesso de Confiança a emissão de previsões (Hribar & Yang, 2016), ele é teoricamente coerente e encontra respaldo em estudos que abordam custos, riscos e percepções comportamentais associados ao *Disclosure* voluntário, especialmente no contexto brasileiro.

A literatura de divulgação voluntária enfatiza que os gestores divulgam informações apenas quando os benefícios superam os custos percebidos (Arantes *et al.*, 2021; Andrade & Lucena, 2021; Costa *et al.*, 2021; Marzouki & Amar, 2024). Em mercados emergentes, como o brasileiro, caracterizados por instabilidade institucional e menor proteção legal ao investidor (Domingos *et al.*, 2024), esses custos (sejam financeiros, reputacionais ou jurídicos) são frequentemente percebidos como mais elevados (Arantes *et al.*, 2021; Dong *et al.*, 2021).

Nesse contexto, corroborando com os potenciais explicativos para o resultado encontrado neste estudo, os gestores excessivamente confiantes podem adotar uma postura defensiva, preferindo não divulgar uma comunicação que possa gerar riscos. Assim, no mercado brasileiro, o Excesso de Confiança pode se manifestar como um viés que gera a subestimação estratégica da necessidade de sinalização, evitando a exposição de informações sensíveis a concorrentes ou o risco de perda de credibilidade por metas não cumpridas exposição ou perda de vantagem competitiva.

Nesta mesma linha, Call *et al.* (2024) reforçam essa interpretação ao mostrar que o risco de litígio é uma preocupação muito maior entre empresas que não emitem *Guidance* em

comparação às que emitem. Assim, em um ambiente regulatório incerto, a decisão de omitir previsões pode refletir não apenas cautela, mas também otimismo irrealista segundo o qual o gestor acredita que os resultados futuros validarão naturalmente sua competência, sem a necessidade de comunicação adicional (Schrand & Zechman, 2012; Lunardi *et al.*, 2021).

Além disso, a literatura aponta que a divulgação de projeções pode revelar informações estratégicas a concorrentes, especialmente em setores de alta competição, caracterizando um custo associado (Agapova *et al.*, 2025; Call *et al.*, 2024; Feng *et al.*, 2022; Arantes *et al.*, 2021). Essa postura de retenção de informação é coerente com a tendência dos gestores de não enfatizar o desempenho fraco (Arantes *et al.*, 2021) e evitar o risco de litígios ou a perda de credibilidade associada a projeções mal feitas (Arantes *et al.*, 2021; Costa *et al.*, 2021).

Os achados de Dal Magro *et al.* (2018) e Moreira *et al.* (2023) complementam essa interpretação ao mostrarem uma relação negativa entre excesso de confiança e gerenciamento de resultados no contexto brasileiro. Essa conclusão é inversa à literatura internacional, mas sugere que gestores com menor confiança sentem maior necessidade de controlar percepções externas e gerenciar expectativas, seja por meio de ajustes contábeis oportunistas ou de comunicações estratégicas.

Assim, fazendo um paralelo e dando maior robustez aos resultados encontrados neste trabalho, enquanto gestores mais cautelosos podem usar o *Guidance* como ferramenta de alinhamento com o mercado, gestores superconfiantes confiam que seu desempenho falará por si só, reduzindo o uso de mecanismos formais de comunicação como o *Guidance*. Portanto, em um ambiente de elevada assimetria informacional como o brasileiro (Dal Magro *et al.*, 2018) onde o *Guidance* não é uma prática generalizada, essa dinâmica comportamental parece ser um fator determinante, revelando um mecanismo através do qual vieses psicológicos podem comprometer a transparência corporativa.

Por fim, com relação as variáveis de controle, empresas de maior Tamanho (0,0424***) e com maior Receita (0,0082**) são mais propensas a emitir *Guidance*, o que se alinha com a teoria de que maiores pressões por transparência e a maior disponibilidade de recursos em grandes corporações incentivam a divulgação voluntária, alinhando-se com os resultados de Brandão *et al.* (2013); Silva *et al.* (2023).

Em contrapartida, outras variáveis apresentam uma relação inversa com a emissão de *Guidance*. Um maior Market-to-book (MTB) (-0,0072**) e uma maior Rentabilidade do Ativo (ROA) (-0,0090*) estão associados a uma menor propensão à divulgação. Assim, à medida que o MTB ou o ROA aumentam, a probabilidade de emitir *Guidance* diminui. Este resultado sugere que empresas com altas expectativas de mercado (alto MTB) ou com forte rentabilidade

(alto ROA) podem não sentir a pressão do mercado de se legitimar ou comunicar-se de forma voluntária, preferindo por não divulgar projeções.

Com relação as variáveis de Ciclo de Vida, a de Turbulência foi utilizada como categoria de referência, portanto, os coeficientes das outras fases devem ser interpretados em relação a ela. Assim, empresas em fase de Declínio (-0,1353**) são significativamente menos propensas a emitir *Guidance* do que empresas em turbulência. Isso ocorre, pois, gestores de empresas em dificuldades tendem a evitar a divulgação de projeções que poderiam ser pessimistas e impactar ainda mais a percepção do mercado, o que está em linha com a perspectiva de que as empresas tendem a reter informações de caráter negativo (Dye, 2001; Folster *et al.*, 2015; Silva *et al.*, 2023).

Corroborando com esta ideia, empresas em fase de Crescimento (-0,0760*) também mostram uma menor propensão à divulgação em comparação com a fase de turbulência, contrariando os resultados encontrados por Lu e Tucker (2012), que identificaram uma maior frequência na divulgação de *Earnings Guidance* por parte de empresas em fase de crescimento em empresas dos EUA.

Ou seja, no contexto brasileiro, isso pode indicar que a alta volatilidade e incerteza inerentes a esta fase tornam os riscos associados as projeções sejam menos preferíveis para a empresa. Portanto, estas empresas tendem a se manter num conservadorismo relacionado ao que e como divulgar (Silva *et al.*, 2023), pois o custo de reputação por metas não alcançadas pode ser elevado, dado que o *Guidance* é um relatório voluntário (Arantes *et al.*, 2019).

Em contínuo, a interação MTB:Covid (-0,0112**) é negativa e significativa, indicando que durante o período da pandemia, a relutância das empresas com alto MTB em emitir *Guidance* se intensificou, reforçando que, durante períodos de elevada incerteza, empresas com altas expectativas de crescimento se tornaram mais cautelosas em divulgar projeções.

Em continuidade as análises, para responder a H2 e H3 deste estudo, foram estimadas as Regressões 4, 5, 6 e 7 (Tabela 12) onde o *Guidance* foi segregado em subcategorias referentes aos tipos de divulgação que projeta (conforme exposto na seção metodológica), para testar sua associação com o Excesso de Confiança. Todos os modelos foram estimados com erros-padrão robustos HAC e passaram pelos testes de multicolinearidade (VIF), garantindo a confiabilidade das inferências.

Tabela 12 - Regressões para cada tipo de *Guidance*

	<i>Dependent variable:</i>			
	Guid_formal Reg 4 (HAC)	Guid_ecofin Reg 5 (HAC)	Guid_ope Reg 6 (HAC)	Guid_invest Reg 7 (HAC)
EC Ext	0.0131 (0.0173)	0.0031 (0.0267)	-0.0516** (0.0241)	-0.0195 (0.0154)

EC Int (c/expo. midia)	-0.0986** (0.0397)	-0.1533*** (0.0583)	-0.0355 (0.0561)	-0.0949** (0.0402)
Tam	0.0274*** (0.0027)	0.0291*** (0.0052)	0.0119** (0.0053)	0.0142*** (0.0030)
Covid	0.1448* (0.0755)	0.1209 (0.1247)	0.0597 (0.0478)	0.0789 (0.0562)
MTB	-0.0027* (0.0014)	-0.0034* (0.0019)	-0.0040*** (0.0015)	-0.0020* (0.0011)
Estrut	0.0011 (0.0021)	0.0001 (0.0031)	0.0017 (0.0016)	-0.0007 (0.0017)
Rec	0.0018 (0.0014)	0.0024 (0.0020)	0.0025 (0.0016)	0.0066*** (0.0018)
ROA	-0.0026 (0.0018)	-0.1227** (0.0620)	-0.0397 (0.0412)	-0.0006 (0.0011)
Nasc	-0.0141 (0.0185)	-0.0111 (0.0272)	-0.0152 (0.0190)	-0.0399** (0.0172)
Cresc	-0.0170 (0.0163)	-0.0219 (0.0231)	-0.0432** (0.0203)	-0.0176 (0.0134)
Maturidade	-0.0067 (0.0137)	-0.0226 (0.0200)	-0.0267* (0.0156)	-0.0146 (0.0124)
Declinio	-0.0412* (0.0218)	-0.0447 (0.0361)	-0.0621** (0.0260)	-0.0584*** (0.0200)
Tam:Covid	-0.0089* (0.0053)	-0.0059 (0.0086)	-0.0025 (0.0033)	-0.0062 (0.0040)
Covid:MTB	-0.0035 (0.0023)	-0.0119*** (0.0044)	-0.0085*** (0.0033)	-0.0012 (0.0017)
Covid:Estrut	0.0009 (0.0033)	0.0044 (0.0057)	-0.0005 (0.0029)	0.0012 (0.0025)
Covid:Rec_log	-0.0006 (0.0014)	-0.0022 (0.0024)	-0.0003 (0.0016)	0.0011 (0.0027)
Covid:ROA	0.0003 (0.0011)	0.1097* (0.0618)	0.0333 (0.0409)	-0.0004 (0.0007)
Constant	-0.4349*** (0.0498)	-0.4989*** (0.0929)	-0.2640*** (0.0768)	-0.3224*** (0.0535)
Log(scale)	-2.1983*** (0.0433)	-1.8487*** (0.0872)	-2.0763*** (0.0667)	-2.4197*** (0.0724)
Observations	2,058	2,058	2,058	2,058
Log Likelihood	-160.638	-343.248	-284.445	-136.867
Wald Test (df = 17)	253.029***	140.382***	85.406***	144.391***
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01			

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

Os modelos demonstram bom ajuste e poder explicativo. O *Wald Test* é altamente significativo ($p<0,01$) para todas as quatro regressões, confirmando a relevância conjunta das variáveis independentes. A análise se concentrará nos coeficientes das variáveis de interesse para comparar a magnitude e a significância de seus efeitos sobre cada tipo de *Guidance*.

Primeiramente, é importante notar que a relação negativa entre excesso de confiança e *Guidance*, encontrada na análise para a H1, se mantém de forma consistente para os componentes, especificamente para a medida de Excesso de Confiança Interno (com exposição midiática, dado a confirmação de seu poder explicativo). O ponto central, no entanto, reside na magnitude desigual desse efeito entre o que é divulgado pelo *Guidance*.

Para a testagem das hipóteses H2 e H3, foram considerados dois critérios: (i) a significância estatística dos coeficientes associados ao excesso de confiança, e (ii) a intensidade relativa desses coeficientes nos modelos de projeções financeiras e de investimentos. Assim, o coeficiente para o *Guidance* Econômico-Financeiro é de -0,1533***, o mais alto (em valor absoluto) e mais estatisticamente significativo entre todos os componentes. Este resultado confirma a Hipótese H2. A justificativa para esse efeito de associação mais pronunciado reside na natureza central das projeções financeiras. Elas são as mais observadas pelo mercado (Costa *et al.*, 2021; Arantes *et al.*, 2023), diretamente ligadas à avaliação de desempenho do gestor e sujeitas a maior escrutínio por parte de analistas e de interesse dos *stakeholders* (Silva *et al.*, 2023).

Um gestor excessivamente confiante, que tende à ilusão de controle e à superestimação de suas habilidades (Dal Magro *et al.*, 2018), acreditando que a qualidade de sua gestão será autoevidente nos resultados, pode subestimar a necessidade de se antecipar com projeções financeiras, justificando este resultado. Além disso, o medo de não cumprir uma meta financeira explícita, especialmente porque a divulgação em valores absolutos torna o *Guidance* inflexível, (Souza *et al.*, 2018) e o dano reputacional decorrente podem ser maiores (Domingos *et al.*, 2024), levando a uma aversão ainda mais forte a este tipo de divulgação específica.

De modo semelhante, o coeficiente para o *Guidance* de Investimentos é de -0,0949**, o segundo maior em magnitude e estatisticamente significativo, confirmando a Hipótese H3 deste estudo. A lógica por trás desse achado está diretamente associada à literatura de finanças comportamentais, segundo a qual as decisões de investimento constituem um dos principais canais de manifestação do excesso de confiança (Malmendier & Tate, 2005).

Gestores superconfiantes tendem a acreditar no valor de seus projetos de expansão e aquisição, de modo que o próprio ato de investir funciona, em si, como um sinal suficiente ao mercado sobre as perspectivas futuras. Nessa perspectiva, divulgar projeções adicionais sobre investimentos torna-se, para esses diretores, redundante ou até desnecessário. Assim, a relação negativa mais acentuada entre o excesso de confiança e o *Guidance* de investimentos pode ser explicada pela tendência desses gestores a confiar mais em suas informações privadas (Hilary & Hsu, 2011; Dal Magro *et al.*, 2018) e pela ilusão de controle que reforça sua convicção de domínio sobre os resultados futuros (Chen *et al.*, 2014; Lunardi *et al.*, 2021).

Além disso, o *Guidance* Formal também apresenta uma relação negativa e significativa com o excesso de confiança (-0,0986**). Contudo, é importante contextualizar a relevância prática deste achado. Conforme demonstrado na forma de captura do *Guidance* formal descrito na seção metodológica, o aspecto "formal" do *Guidance* pode, em muitos casos, se limitar a

uma declaração de praxe, como "*as informações a seguir são projeções e não garantias de desempenho futuro*". Embora seja um componente do índice, seu conteúdo informativo é frequentemente menos rico do que as projeções financeiras ou operacionais detalhadas.

Portanto, embora a relação estatística seja válida, seu impacto econômico e sua capacidade de informar o mercado são provavelmente menores do que os dos outros componentes, justificando por que não foi o foco principal das hipóteses.

Por fim, um achado particularmente interessante emerge da análise do Excesso de Confiança Externo (EC Ext). Esta medida, baseada em decisões corporativas, é negativa e estatisticamente significativa apenas para o *Guidance* Operacional (-0,0516**). Assim, surge o *insight* de que essa especificidade resida na própria natureza da métrica.

Um gestor superconfiante, que demonstra seu viés por meio da decisão de investir em novos ativos, está, por consequência, excessivamente confiante sobre os resultados operacionais que esses ativos irão gerar. Nesse sentido, seu viés manifestado em decisões (EC Ext) se traduz diretamente em uma relutância em divulgar projeções sobre as operações (Guid_ope), pois a potencial ilusão de controle (Lunardi *et al.*, 2021) pode lhe fazer crer que a ação de investir é vista como um sinal suficiente ao mercado.

Com relação as variáveis de controle, elas mantêm padrões consistentes e intuitivos com os resultados da Reg 3, reforçando a robustez dos achados. O Tamanho da empresa (Tam) é positivo e altamente significativo em todas as regressões, confirmando que empresas maiores são mais propensas a divulgar todos os tipos de *Guidance*. O *Market-to-book* (MTB) é consistentemente negativo e significativo, indicando que empresas com altas expectativas de crescimento são mais avessas a qualquer tipo de projeção.

A Tabela 13 apresenta os resultados dos modelos econométricos estimados para testar a Hipótese 4 (H4), que postula que projeções superconfiantes, influenciadas pelo excesso de confiança dos gestores, impactam negativamente o valor de mercado das empresas. Para testar esta hipótese, foi construída a variável *dummy* (GDexceconf), que identifica as empresas que emitiram *Guidance* sob uma diretoria com excesso de confiança superior à média de seu setor no ano.

Este estudo estima duas especificações para garantir a robustez dos resultados. Conforme exposto na seção metodológica, o Modelo GMM Dinâmico (1) é uma especificação mais estrita, que trata todas as variáveis financeiras como potencialmente endógenas, utilizando uma vasta gama de instrumentos (defasagens). Já o Modelo GMM Dinâmico (2) é uma especificação mais parcimoniosa, que assume que TAM (Tamanho) e ENDIV (Estrutura de Capital) como exógenas.

Tabela 13 - Modelos GMM
Twoways effects Two-steps model Difference GMM

	<i>Dependent variable:</i>	
	MTB	
	GMM Dinâmico (1)	GMM Dinâmico (2)
lag(MTB, 1)	-0.1214 (0.0832)	-0.1248* (0.0748)
GDexceconf	-0.3059** (0.1218)	-0.2690** (0.1206)
TAM	0.2186*** (0.0650)	0.3744*** (0.0981)
ENDIV	-0.1551** (0.0665)	-0.0864 (0.1643)
ROE	-0.0081 (0.0100)	-0.0043 (0.0093)
FCopera	-0.0104 (0.0108)	-0.0068 (0.0101)
Rec_log	0.2755* (0.1479)	0.2171* (0.1265)
Observations	560	560
Sargan test	chisq(24) = 25.83123 (p-value = 0.36178)	chisq(16) = 14.8682 (p-value = 0.53431)
Autocorrelation test (1)	normal = 0.8913245 (p-value = 0.37276)	normal = 1.042873 (p-value = 0.29701)
Autocorrelation test (2)	normal = -1.369514 (p-value = 0.17084)	normal = -1.337189 (p-value = 0.18116)
Wald test for coefficients	chisq(7) = 53.70987 (p-value = 2.684e-09)	chisq(7) = 39.69235 (p-value = 1.4415e-06)
Wald test for time dummies	chisq(5) = 19.75014 (p-value = 0.0013921)	chisq(5) = 12.58057 (p-value = 0.027643)
<i>Note:</i> * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$		

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

Nesse sentido, os testes de diagnóstico apresentam resultados favoráveis em ambas as especificações. O Teste de Sargan (Sargan test) em ambos os modelos, apresenta *p-valor* elevado (0,36178 para o Modelo 1 e 0,53431 para o Modelo 2), indicando que não há evidências para rejeitar a hipótese nula de que os instrumentos são válidos (não correlacionados com o termo de erro). O teste para autocorrelação de primeira ordem (AR(1)) não é significativo em ambos os modelos, e o teste para autocorrelação de segunda ordem (AR(2)) também não é significativo. Este é o resultado esperado e desejado em um modelo GMM em diferenças, confirmando que a instrumentação por defasagens é apropriada.

Por fim, o Teste de *Wald* (*Wald test for coefficients*) que testa a significância conjunta dos coeficientes, é altamente significativo ($p < 0,01$) em ambos os modelos, assim como o teste para as dummies (*Wald test for time dummies*) de tempo, indicando que os modelos como um todo são estatisticamente robustos e relevantes.

No entanto, a análise subsequente se concentrará no Modelo 2, cujas características o tornam uma escolha mais adequada como especificação principal. A justificativa para essa preferência reside na parcimônia e na plausibilidade teórica. Modelos GMM com um número excessivo de instrumentos podem enfraquecer o poder dos testes de diagnóstico. O Modelo 2,

ao tratar Tamanho e Estrutura de Capital como exógenas, se torna mais enxuto e teoricamente defensável. É importante notar as diferenças nos resultados que reforçam essa escolha.

Primeiramente, o coeficiente da variável dependente defasada, $\text{lag}(\text{MTB}, 1)$, torna-se estatisticamente significativo no Modelo 2 ($-0,1248^*$, $p < 0,1$). Isso é um achado economicamente intuitivo, pois o valor de mercado das empresas tende a ser persistente ao longo do tempo. O fato de o Modelo 2 capturar essa dinâmica aumenta sua credibilidade.

Em segundo lugar, embora o coeficiente de GDexceconf no Modelo 2 ($-0,2690$, $p < 0,05$) seja ligeiramente menor em magnitude do que no Modelo 1 ($-0,3059$), ele pode ser interpretado como uma estimativa mais precisa e conservadora do verdadeiro efeito, livre de potenciais vieses de um instrumento excessivamente amplo. Sobretudo, a conclusão central gerada pelos dois modelos (um impacto negativo e significativo) permanece inalterada, demonstrando a robustez desse achado.

Portanto, este achado confirma a Hipótese H4 e indica que, empresas que emitem *Guidance* sob a influência de uma diretoria com excesso de confiança acima da média setorial, experimentam uma redução em seu valor de mercado (MTB). Este resultado está alinhado com o arcabouço teórico do estudo.

A lógica, conforme postulado por Malmendier & Tate (2005) e Hribar & Yang (2016), é que o mercado de capitais, desenvolve a capacidade de perceber o viés de otimismo excessivo nas projeções. Assim, é possível inferir que o *Guidance* emitido sob uma gestão superconfiante pode ser interpretado como "ruído informacional" ou um sinal de alerta, levando os investidores a reavaliar a empresa para baixo, alinhando-se, portanto, com os achados de Lunardi *et al.* (2021) que identificaram um menor valor de mercado para empresas com excesso de confiança.

As variáveis de controle mantêm relações consistentes com o comportamento esperado do mercado. O tamanho da empresa (Tam_log) apresenta coeficiente positivo e altamente significativo ($0,2186^{***}$), refletindo o efeito de escala e a maior capacidade de grandes corporações de sustentar valor no longo prazo. A variável de receita (Rec_log) também exibe coeficiente positivo e marginalmente significativo ($0,2755^*$), sugerindo que empresas com maiores receitas tendem a alcançar avaliações de mercado superiores, em função da geração mais robusta de fluxos de caixa. Esses resultados, em conjunto, reforçam a coerência empírica do modelo e a plausibilidade das inferências comportamentais associadas ao excesso de confiança gerencial.

Por fim, ao concatenar os achados da H4 com as evidências das hipóteses anteriores (H1, H2 e H3), observa-se uma coerência teórica e empírica no comportamento identificado no mercado brasileiro. A H1 mostrou que o excesso de confiança se associa negativamente ao

Disclosure do *Guidance*, sugerindo que gestores mais autoconfiantes tendem a divulgar menos informações de *Guidance*. As hipóteses H2 e H3 reforçaram que esse efeito é ainda mais forte em projeções financeiras e de investimentos, categorias em que a autoconfiança do gestor tem maior espaço para se manifestar. Agora, com a H4, evidencia-se que quando essas projeções enviesadas chegam ao mercado, o efeito se traduz em penalização no valor de mercado.

4.3 Análise das dimensões de Excesso de Confiança Interno

Esta seção foca em analisar as dimensões do Excessos de Confiança Interno, levando em consideração que ele é composto por outras variáveis (conforme exposto na metodologia). Assim, o objetivo desta análise é destrinchar o constructo, compreender a dinâmica de seus componentes individuais e, crucialmente, validar a pertinência e a relevância da inovação metodológica proposta: a captação da exposição midiática dos diretores executivos.

A Tabela 14 apresenta a evolução temporal das médias anuais das dimensões que compõem a variável de Excesso de Confiança Interno, entre 2018 e 2024.

Tabela 14 - Média anuais das dimensões do Excesso de Confiança Interno

	Idade	Gênero*	Edu*	Insta*	X*	Linkedin*	Postagem*	Expo*	Desemp. Passado*
2018	46,30	0,8831	0,7879	0,1039	0,0314	0,5065	0,0938	0,1839	0,3571
2019	46,88	0,8636	0,7933	0,1039	0,0281	0,5465	0,1075	0,1965	0,3701
2020	48,42	0,8961	0,8236	0,0996	0,0260	0,5595	0,1212	0,2016	0,4091
2021	49,79	0,8961	0,8431	0,1061	0,0400	0,5714	0,1515	0,2173	0,3961
2022	50,36	0,8961	0,8431	0,1050	0,0379	0,6028	0,1595	0,2263	0,5584
2023	51,44	0,9286	0,8355	0,1061	0,0411	0,6006	0,1659	0,2284	0,4351
2024	51,62	0,8961	0,8279	0,1158	0,0476	0,5801	0,1663	0,2280	0,4026
Total	49,26	0,8942	0,8220	0,1058	0,0360	0,5668	0,1379	0,2117	0,4184

Notas: ***Gênero**: é uma variável binária, a média dessa variável, portanto, representa a proporção de empresas onde o gênero predominante na diretoria é masculino; **Edu**: índice que varia de 0 a 1, calculado pelo nível de formação dos três diretores em relação ao máximo possível (pós-graduação para todos), valores próximos de 1 indicam diretorias com maior nível educacional médio; **Insta**, **X** e **Linkedin**: índice de 0 a 1, que mede a presença dos diretores nessas redes sociais, valores maiores refletem diretorias com maior exposição pública na respectiva rede social; **Postagem**: índice de 0 a 1 que capta a atividade de postagem dos diretores em redes sociais, mostra o grau médio de atividade/publicação em redes sociais; **Expo**: média dos quatro componentes anteriores (Instagram, X, LinkedIn e Postagem Média) medida agregada da exposição digital da diretoria; **Desemp. passado**: *dummy* que vale 1 quando o ROE da empresa foi maior que a mediana setorial no ano anterior. Indica a proporção de empresas que tiveram desempenho superior à mediana do setor no período analisado.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

A análise das dimensões tradicionais do excesso de confiança delineia um perfil evolutivo da liderança corporativa brasileira ao longo do período de 2018 a 2024. A variável Idade apresenta tendência ascendente, passando de uma média de 46,30 anos em 2018 para 51,62 anos em 2024. Esse aumento reflete um processo de envelhecimento natural das diretorias e pode indicar maior acúmulo de experiência, característica frequentemente associada, na literatura, a uma confiança mais consolidada em decisões e julgamentos gerenciais.

A variável Gênero apresenta média de 0,8942, evidenciando predominância masculina nos cargos de direção, um padrão estrutural ainda marcante na governança corporativa nacional. Já o nível de Educação (Edu), com média de 0,8220, revela que a amostra é composta majoritariamente por executivos com alta qualificação acadêmica, o que, conforme apontam estudos como os de Malmendier e Tate (2005), pode coexistir com maior propensão a decisões autoconfiantes, sobretudo em ambientes de elevada complexidade informacional.

Por fim, o Desempenho Passado, utilizado como proxy do viés de autoatribuição, mostra oscilações ao longo do período, com destaque para o pico em 2022, coerente com as flutuações macroeconômicas e setoriais observadas no mercado brasileiro.

A análise das dimensões de exposição midiática representa o ponto mais inovador da investigação. Em termos absolutos, os níveis de presença digital em plataformas como Instagram, X (antigo Twitter) e LinkedIn permanecem reduzidos, com médias inferiores a 0,05, indicando uma adoção ainda moderada de exposição pública pelos diretores das empresas listadas na B3. Apesar disso, observa-se uma tendência de crescimento contínuo e estatisticamente relevante em todos os indicadores ao longo do período analisado. A presença no X e no LinkedIn mais que dobrou entre 2018 e 2024, enquanto a Postagem Média evoluiu de 0,5065 para 0,5801. Consequentemente, a medida agregada de Exposição (Expo) (que sintetiza as quatro dimensões observadas) apresenta trajetória ascendente consistente, passando de 0,1839 em 2018 para 0,2280 em 2024.

Esse comportamento reforça a relevância da dimensão midiática no constructo de excesso de confiança interno. O crescimento sistemático da exposição pública indica que os executivos estão incorporando gradualmente o uso de canais digitais como parte de sua atuação profissional, tornando o comportamento mais visível e sujeito à avaliação externa.

Assim, a inclusão dessa variável na modelagem amplia a capacidade explicativa do constructo e o adapta às transformações contemporâneas da comunicação corporativa. A robustez dessa dimensão é corroborada pelos resultados econométricos das hipóteses H1 e H2, nos quais o componente de exposição midiática mostrou-se determinante para a significância estatística dos modelos, reforçando sua utilidade analítica.

A Tabela 15 aprofunda a análise ao desagregar as médias das dimensões do excesso de confiança interno por setor econômico.

Tabela 15 - Média das dimensões do Excesso de Confiança Interno por setor

	Idade	Gênero*	Edu*	Insta*	X*	Linkedin*	Postagem*	Expo*	Desemp. Passado*
Bens industriais	51,38	0,9929	0,8274	0,1488	0,0167	0,5726	0,1444	0,2206	0,2929
Consumo cíclico	49,90	0,8755	0,7955	0,1343	0,0391	0,6526	0,1417	0,2423	0,3846
Consumo	48,11	0,8667	0,7714	0,0841	0,0349	0,6286	0,1884	0,2340	0,3810

não cíclico									
Financeiro	48,71	0,9524	0,8145	0,1161	0,0615	0,5565	0,1660	0,2250	0,4821
Materiais básicos	48,85	0,9694	0,8333	0,1327	0,0544	0,5374	0,0952	0,2049	0,4796
Outros	43,88	1,0000	0,7857	0,2381	0,2262	0,6548	0,1190	0,3095	0,5000
Petróleo gás e biocombustíveis	48,12	1,0000	0,9762	0,0000	0,0000	0,2857	0,0873	0,0933	0,5000
Saúde	47,81	0,8143	0,7738	0,0762	0,0000	0,4095	0,0841	0,1425	0,3429
Tecnologia da informação	41,71	1,0000	0,8333	0,0714	0,0476	1,0000	0,0635	0,2956	0,0000
Utilidade pública	49,40	0,7831	0,8942	0,0317	0,0159	0,4850	0,1246	0,1643	0,5238
Total Geral	49,26	0,8942	0,8220	0,1058	0,0360	0,5668	0,1379	0,2117	0,4184

Notas: ***Gênero**: é uma variável binária, a média dessa variável, portanto, representa a proporção de empresas onde o gênero predominante na diretoria é masculino; **Edu**: índice que varia de 0 a 1, calculado pelo nível de formação dos três diretores em relação ao máximo possível (pós-graduação para todos), valores próximos de 1 indicam diretorias com maior nível educacional médio; **Insta**, **X** e **Linkedin**: índice de 0 a 1, que mede a presença dos diretores nessas redes sociais, valores maiores refletem diretorias com maior exposição pública na respectiva rede social; **Postagem**: índice de 0 a 1 que capta a atividade de postagem dos diretores em redes sociais, mostra o grau médio de atividade/publicação em redes sociais; **Expo**: média dos quatro componentes anteriores (Instagram, X, LinkedIn e Postagem Média) medida agregada da exposição digital da diretoria; **Desemp. passado**: *dummy* que vale 1 quando o ROE da empresa foi maior que a mediana setorial no ano anterior. Indica a proporção de empresas que tiveram desempenho superior à mediana do setor no período analisado.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

A Idade média dos diretores varia significativamente, pintando um retrato que alinha a maturidade da liderança com a natureza da indústria. Setores mais tradicionais e capital-intensivos, como Bens Industriais (51,38 anos), tendem a ter lideranças mais velhas e, presumivelmente, mais experientes. Em polo oposto, o setor de Tecnologia da Informação (41,71 anos) apresenta a liderança mais jovem, refletindo um ambiente dinâmico, onde a inovação e a agilidade são frequentemente associadas a profissionais mais novos.

A variável Gênero confirma a predominância masculina na alta gestão brasileira, com médias próximas a 1 (indicando 100% de homens) em setores como Petróleo e Tecnologia. Setores como Utilidade Pública (0,7831) e Saúde (0,8143), embora ainda majoritariamente masculinos, apresentam uma proporção ligeiramente maior de diversidade de gênero. O nível de Educação é universalmente alto, mas se destaca no setor de Petróleo e Biocombustíveis (0,9762), o que é coerente com a alta complexidade técnica e regulatória que rege essa indústria.

O ponto central e mais revelador da análise reside nas dimensões de exposição midiática, que capturam estratégias de comunicação distintas. O setor de Petróleo e Biocombustíveis apresenta um perfil de isolamento digital, com presença nula no Instagram e X e a menor média de exposição agregada (Expo = 0,0933). Este padrão é plausível para um setor altamente regulado, onde a exposição em redes sociais pode ser vista como arriscada. O setor de Saúde segue uma lógica semelhante.

Em contraste direto, o setor de Outros e o de Consumo Cíclico demonstram uma forte aposta na exposição ao público geral, com as maiores médias de presença no Instagram e X. Isso indica uma estratégia de comunicação mais moderna e direta, buscando engajar

consumidores e construir uma marca pública. Ademais, o caso mais peculiar é o do setor de Tecnologia da Informação. Ele apresenta um perfil dicotômico: presença nula ou muito baixa em plataformas de consumo como Instagram e X, mas uma presença completa no LinkedIn (1,0000). No caso das empresas de tecnologia, a comunicação é predominantemente profissional, voltada possivelmente à interação com investidores e outros agentes do ecossistema de inovação.

Finalmente, a análise do Desempenho Passado revela um contraste extremo. Enquanto setores como Utilidade Pública e Petróleo têm 50% das empresas com desempenho superior à mediana setorial, o setor de Tecnologia da Informação registra 0,0000. Isso sugere que, na amostra, as empresas de tecnologia estavam, em média, com desempenho abaixo da mediana de seus pares. Este perfil de "desafio" ou "crescimento sem lucratividade" pode, por si só, ser um terreno fértil para o excesso de confiança, onde gestores acreditam firmemente em seu potencial futuro apesar dos resultados passados desfavoráveis.

A Tabela 16 apresenta a matriz de correlações de *Pearson* entre cada uma das dimensões individuais que compõem o excesso de confiança interno e o Índice de *Guidance* (IG). Reforça-se que as dimensões do constructo de Excesso de Confiança Interno foram analisadas individualmente apenas para fins exploratórios, a fim de observar o comportamento isolado de cada variável em relação à divulgação do *Guidance*.

No entanto, o constructo teórico é captado pela combinação ponderada dessas dimensões via PCA (conforme explicado na metodologia), e, portanto, não se espera que cada uma apresente significância estatística isoladamente. O índice agregado reflete o comportamento conjunto, sendo a variável interpretada como a medida válida e teórica do traço de excesso de confiança.

Tabela 16 - Análise de correlação das dimensões do Excesso de Confiança Interno com Índice de *Guidance*

	Idade	Gênero	Edu	Insta	X	Linkedin	Postagens	Expo	Desemp. Passado	IG
Idade	1									
Gênero	0,201***	1								
Edu	-0,028	-0,019	1							
Insta	-0,012	0,001	-0,008	1						
X	-0,024	0,015	0,042*	0,385***	1					
Linkedin	-0,13***	-0,014	0,19***	0,305***	0,15***	1				
Postagens	-0,06***	-0,052**	0,13***	0,325***	0,19***	0,59***	1			
Expo	-0,11***	-0,017	0,16***	0,636***	0,45***	0,89***	0,73***	1		
Desemp. Passado	0,016	0,027	0,09***	0,037*	0,006	0,009	0,047**	0,028	1	
IG	-0,011	0,033	0,09***	0,099***	0,018	0,14***	0,29***	0,182***	0,013	1

Notas: IG: Índice de *Guidance*

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2025)

Dimensões como Educação (0,09***) e, de forma mais marcante, os componentes de Exposição Midiática como Instagram (0,099***), LinkedIn (0,14***), Postagens (0,29***) e a medida agregada Expo (0,182***), apresentam uma associação positiva e estatisticamente significativa com o *Disclosure* do *Guidance*. Este resultado sugere que, quando observadas de forma isolada, características como maior qualificação formal e uma maior atividade de comunicação pública estão associadas a uma maior probabilidade de divulgação.

Em contrapartida, Gênero (0,033) e Desempenho Passado (0,013) exibem coeficientes positivos, mas não significativos, enquanto a Idade aparece negativamente relacionada (-0,011), embora também sem significância estatística.

Para gerar o Excesso de Confiança Interno, conforme descrito na metodologia, foi feito a síntese dessas dimensões p meio da Análise de Componentes Principais (PCA), que combina as variáveis em um constructo latente. Nesse processo, as variáveis deixam de ser observadas individualmente e passam a compor um índice único, cujos pesos refletem sua contribuição para a variância comum do fenômeno que se pretende capturar. A PCA atribui pesos direcionais distintos a cada componente, a variável Idade, por exemplo, apresenta um peso negativo expressivo na primeira componente principal, o que indica que gestores mais jovens contribuem para o aumento do índice de excesso de confiança.

Adicionalmente, a coerência dos sinais de correlação entre *Expo* e outras dimensões tradicionais do perfil gerencial reforça a robustez da métrica proposta. Observa-se que gestores mais jovens tendem a apresentar maior exposição pública, enquanto aqueles com melhor desempenho passado também exibem níveis mais elevados de exposição.

Essa convergência de sinais (menor idade e maior performance associadas a maior *Expo*) é consistente com o comportamento esperado de indivíduos excessivamente confiantes, conforme a literatura em finanças comportamentais. Assim, a nova *proxy* mostra-se empiricamente alinhada às evidências teóricas do constructo, oferecendo suporte adicional à sua validade e consistência interna.

Em síntese, a análise das dimensões individuais do excesso de confiança interno evidencia a complexidade do constructo. Os resultados mostram que o efeito do excesso de confiança sobre a divulgação de *Guidance* não pode ser reduzido à observação isolada de suas partes. Ou seja, mesmo apresentando características que incentivariam maior transparência, o viés agregado leva à subestimação da necessidade de divulgar *Guidance*.

Dessa forma, estes resultados servem como robustez metodológica da métrica agregada, mas também demonstra a coerência comportamental da *proxy* de exposição midiática, que se

mostra teoricamente e empiricamente consistente com os fundamentos multifacetados do excesso de confiança.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação teve como objetivo investigar a relação entre o *Disclosure* do *Guidance* e o excesso de confiança dos gestores e como essa interação se relaciona com o valor de mercado das empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3), concentrando-se no período de 2018 e 2024, resultando em uma amostra final composta por 294 empresas e um painel total de 2.058 observações.

Partindo da premissa fundamental de que a contabilidade transcende sua função normativa para atuar como mecanismo de redução da assimetria informacional (Jensen & Meckling, 1976), este trabalho buscou preencher uma lacuna na literatura brasileira ao articular três temas frequentemente analisados de forma isolada: a divulgação voluntária prospectiva, os vieses comportamentais dos gestores e a reação do mercado.

Para tanto, a pesquisa foi desdobrada em objetivos específicos que culminaram na formulação e teste de quatro hipóteses de pesquisa, utilizando uma metodologia quantitativa que empregou modelos de regressão Tobit (H1, H2 e H3) e GMM Dinâmico (H4) e, combinando proxies internas e externas para a mensuração do excesso de confiança dos gestores (representados na figura dos CEO, CFO e DRI).

Em termos de evidências empíricas, os resultados permitem uma leitura objetiva do comportamento das hipóteses formuladas. A hipótese H1, que previa uma associação positiva entre o excesso de confiança dos gestores e o *Disclosure* do *Guidance* no mercado brasileiro, não foi confirmada, indicando que gestores mais confiantes tendem, em média, a divulgar menos projeções, em contraste com a expectativa teórica inicial.

No que se refere às hipóteses H2 e H3, os resultados mostram que o impacto do excesso de confiança varia conforme o tipo de projeção divulgada. O *Guidance* de indicadores econômico-financeiros apresentou relação estatisticamente significativa e mais intensa com o excesso de confiança, confirmando a H2, e o *Guidance* de investimentos revelou uma ser a segunda maior associação com o excesso de confiança interno, confirmando a H3.

Por fim, a hipótese H4 foi confirmada, uma vez que projeções influenciadas pelo excesso de confiança dos gestores apresentaram relação negativa com o valor de mercado das empresas, sugerindo que o mercado penaliza expectativas excessivamente otimistas quando estas não se materializam nos resultados observados.

Nesse sentido, os resultados empíricos deste estudo oferecem uma leitura consistente e multifacetada sobre como o excesso de confiança dos gestores influencia o *Disclosure* de *Guidance* e o valor de mercado das empresas brasileiras. De modo geral, as evidências confirmam parcialmente as hipóteses propostas, mas revelam nuances importantes que ajudam a compreender a complexidade comportamental por trás das decisões de divulgação no mercado brasileiro.

A Hipótese H1, embora contrariada em sua direção esperada, revelou um achado central para o cenário brasileiro: gestores mais confiantes tendem a divulgar menos projeções, sobretudo quando o viés é medido por traços intrínsecos e padrões de exposição midiática. Esse comportamento sugere que, em contextos marcados por instabilidade institucional e maior percepção de risco (como o brasileiro), a autoconfiança pode se traduzir em uma postura defensiva, em que o silêncio estratégico substitui a comunicação proativa.

Essa evidência ganha força com a confirmação das hipóteses H2 e H3, nas quais o efeito negativo se mostrou mais intenso nas projeções econômico-financeiras (-0,1533***) e de investimentos (-0,0949**). Esses tipos de *Guidance*, por envolverem métricas mais objetivas e metas quantificáveis, impõem maior risco reputacional e menor flexibilidade interpretativa.

Assim, gestores superconfiantes, acreditando que seus resultados futuros confirmarão sua competência, podem tender a evitar compromissos explícitos que possam ser posteriormente questionados. Assim, a autoconfiança não apenas molda o conteúdo e a frequência das divulgações, mas também redefine a percepção de custo-benefício da transparência voluntária, fazendo com que o *Disclosure* do *Guidance* se torne uma escolha estratégica e não meramente informacional.

A Hipótese H4, por sua vez, confirma o desdobramento dessa dinâmica. Empresas que emitem *Guidance* sob influência de uma diretoria com excesso de confiança acima da média setorial sofrem uma redução significativa em seu valor de mercado. Esse resultado sugere que o mercado é capaz de identificar sinais de otimismo excessivo nas projeções e os interpreta como “ruído informacional” (um alerta de potencial sobreavaliação). A reação negativa reforça a ideia de que, embora o excesso de confiança possa estimular decisões audaciosas e uma comunicação assertiva, quando ultrapassa certo limiar, passa a ser percebido como falta de credibilidade ou como distorção na sinalização informacional.

De forma integrada, os resultados deste estudo indicam que o excesso de confiança atua como um mecanismo comportamental que influencia tanto a decisão de divulgar projeções quanto a forma como essas informações são assimiladas pelo mercado. No contexto brasileiro,

mercado por elevados níveis de assimetria informacional e por um ambiente institucional em desenvolvimento, esse viés comportamental pode comprometer o *Disclosure* do *Guidance*, mesmo quando a quantidade de informação divulgada é maior. Os achados sugerem que o volume de divulgação, por si só, não assegura maior transparência, uma vez que projeções podem incorporar subjetividade associada às percepções e crenças dos gestores. Em particular, as evidências apontam que gestores com menos excesso de confiança tendem a divulgar mais projeções, possivelmente como uma estratégia de compensação frente à incerteza percebida, o que reforça a necessidade de que investidores e demais *stakeholders* avaliem o conteúdo do *Guidance* de forma crítica, considerando não apenas sua existência, mas também o viés comportamental subjacente à sua elaboração.

Nesse sentido, esta dissertação demonstrou que a intersecção entre o comportamento humano e a divulgação corporativa é um terreno fértil para a compreensão da formação de valor em mercados de capitais, reforçando a necessidade de uma visão mais holística da informação financeira.

As contribuições deste trabalho se estendem por múltiplas frentes. Do ponto de vista acadêmico, a principal contribuição é a articulação pioneira, no contexto brasileiro, dos campos da divulgação do *Guidance* e das finanças comportamentais, abrindo uma nova linha de investigação que reconhece que a informação prospectiva é um produto de decisões humanas suscetíveis a vieses, conforme destacado por Hu *et al.* (2024).

Metodologicamente, a abordagem dual para o excesso de confiança e o *checklist* multidimensional para o *Guidance*, aliados ao uso de regressões Tobit, oferecem um *framework* mais robusto e replicável para pesquisas futuras. Para investidores e analistas de mercado, as implicações são práticas: os resultados fornecem um "mapa" para a identificação de potenciais sinais de alerta nas comunicações corporativas, permitindo um ajuste mais fino nos modelos de precificação e mitigando o risco de *overreaction* (Agapova & Madura, 2016).

Para gestores, conselhos de administração e o mercado financeiro como um todo, este estudo levanta questões cruciais sobre o que é divulgado pelas empresas, especialmente quando tem um alto grau de incerteza (projeções), sugerindo que existem riscos na pressão por emitir *Guidance*, e ainda, quando combinada com o excesso de confiança da alta gestão, pode levar a um ciclo de superpromessas e subperformance, potencialmente reduzindo a perspectiva positiva que os investidores possuem sobre a empresa, e, por consequência, levando a quedas em seu valor de mercado.

Embora este trabalho busque avançar na compreensão da relação entre excesso de confiança gerencial e *Disclosure* voluntário, algumas limitações devem ser reconhecidas. Em

primeiro lugar, o estudo está naturalmente condicionado ao arcabouço teórico e metodológico adotado. A opção por focar no excesso de confiança, ainda que mediante uma métrica inovadora, pode não esgotar a complexidade dos vieses comportamentais que influenciam as decisões corporativas. Traços como o narcisismo, a aversão ao risco ou o efeito de *overoptimism* podem interagir com o excesso de confiança de formas não completamente capturadas pelo modelo, abrindo espaço para investigações que adotem uma perspectiva multi-vieses.

Em segundo lugar, o contexto institucional brasileiro, com suas particularidades em termos de governança corporativa, desenvolvimento de mercado e ambiente informacional, ao mesmo tempo em que enriquece a análise, também limita a generalização direta dos resultados para outros mercados emergentes ou economias desenvolvidas. A replicação deste estudo em outros contextos, utilizando a mesma estrutura metodológica, seria valiosa para testar a robustez e a universalidade das relações encontradas.

Uma terceira limitação reside na natureza essencialmente quantitativa e secundária dos dados. Apesar do uso de *proxies* robustas, a captação do fenômeno comportamental permanece indireta. Pesquisas futuras poderiam enriquecer significativamente esta linha de investigação ao incorporar métodos qualitativos ou análises textuais mais profundas. Por exemplo, a realização de entrevistas em profundidade com gestores, conselheiros e analistas poderia revelar os *insights* subjacentes às decisões de divulgação.

Além disso, embora tenham sido adotadas estratégias econométricas robustas, como modelos Tobit e GMM, não se pode descartar completamente a presença de endogeneidade residual, especialmente nas relações analisadas em H1, H2 e H3. Por fim, a necessidade de informações completas para a construção das variáveis levou à exclusão de algumas empresas da amostra, o que pode limitar a generalização dos resultados para todo o universo de companhias listadas na B3. Estudos posteriores podem explorar abordagens metodológicas que aprofundem o tratamento da endogeneidade, como modelos estruturais ou estratégias de identificação baseadas em choques exógenos, podem contribuir para refinar a análise da relação entre excesso de confiança e *Disclosure* do *Guidance*.

De forma complementar, a análise de conteúdo sistemática de cartas aos acionistas, pronunciamentos em teleconferências e mesmo comunicações em redes sociais corporativas, utilizando técnicas de Processamento de Linguagem Natural (PLN), poderia construir *proxies* textuais diretas para o excesso de confiança e outros vieses, capturando a manifestação discursiva do traço comportamental. Por fim, a relação dinâmica entre o excesso de confiança e a aprendizagem organizacional permanece uma área fértil. Investigar se e como os gestores ajustam suas práticas de divulgação em resposta a *feedback* do mercado, como reações

negativas do preço das ações ou críticas de analistas, representaria um desdobramento natural deste trabalho.

REFERÊNCIAS

- AFEES, A. S.; LATEEF, O. A. Constructing a global fear index for the COVID-19 pandemic. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 56, n. 10, p. 2310-2331, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785424>.
- AGAPOVA, A.; KING, T.; RANTA, M. Navigating transparency: The interplay of ESG *Disclosure* and voluntary earnings *Guidance*. **International Review of Financial Analysis**, v. 97, p. 103813, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103813>.
- AGAPOVA, A.; MADURA, J. Market uncertainty and earnings *Guidance*. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 61, n. 1, p. 97-111, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.12.001>.
- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K. A.; LAMY, M. L.-P.; LEE, J. H. The governance impact of a changing investor landscape. **Journal of International Business Studies**, v. 48, n. 2, p. 195-221, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/s41267-016-0043-y>.
- AHMED, A. S.; DUELLMAN, S. Managerial overconfidence and accounting conservatism. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 1, p. 1-30, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2097895>.
- AJINKYA, B. B.; GIFT, M. J. Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations. **Journal of Accounting Research**, v. 22, n. 2, p. 425-444, 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2490657>.
- AKERLOF, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1879431>.
- AL MAMUN, M.; BALACHANDRAN, B.; DUONG, H. N. Powerful CEOs and stock price crash risk. **Journal of Corporate Finance**, v. 62, p. 101582, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101582>.
- ALLAIS, M. Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. **Econometrica**, v. 21, n. 4, p. 503, 1953. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1907921>.
- ALTUNBAŞ, Y.; THORNTON, J.; UYMAZ, Y. The effect of CEO power on bank risk: do boards and institutional investors matter? **Finance Research Letters**, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.05.020>.
- AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1-3, p. 3-30, 1996. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2).

ANHALT, A. *Guidance*: Entre o risco e a segurança. **Revista Relações Com Investidores** – RI, n. 110, p. 31-33, 2007. Disponível em: https://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/contribuicoes_associados/137939867_entre_o_risco_e_a_seguranca.pdf.

ANILOWSKI, C.; FENG, M.; SKINNER, D. J. Does earnings *Guidance* affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings *Guidance*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, p. 36-63, 2007.

ARANTES, V. A.; DIAS, D. P.; SOARES, R. O. O que os investidores não veem, o mercado não sente: reflexões sobre a divulgação voluntária de informações prospectivas. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, [S. l.], v. 25, n. 3, p. 118–132, 2021. Disponível em: [10.12979/rcmccuerj.v25i3.53140](https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v25i3.53140).

ARANTES, V. A.; GUSMÃO, I. B. & COSTA, M. C. (2019). Análise do relatório de *Guidance* em empresas investigadas pela Polícia Federal: exame sob a perspectiva do gerenciamento de impressões. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 13:e148176. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.14817>

ARANTES, V. A.; SOUZA, F. M. de; GUSMÃO, I. B. Fachadas organizacionais e divulgação voluntária do *Guidance*: análise entre empresas investigadas pela polícia federal. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 34, n. 2, p. 125-151, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.22561/cvr.v34i2.7593>.

BADSHAH, I.; BEKIROU, S.; LUCEY, B. M.; UDDIN, G. S. Asymmetric linkages among the fear index and emerging market volatility indices. **Emerging Markets Review**, v. 37, p. 17-31, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.03.002>.

BAGINSKI, S. P.; CONRAD, E. J.; HASSELL, J. M. The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on the Assessment of Earnings Uncertainty. **Accounting Review**, v. 68, p. 913-927, 1993.

BAGNOLI, M.; WATTS, S. G. Conservative Accounting Choices. **Management Science**, v. 51, n. 5, p. 786-801, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1287/mnsc.1040.0351>.

BALLESTRA, L. V.; GUIZZARDI, A.; MAZZUCCHELLI, L. Integrating narrow and wide framing disposition effect: A novel approach incorporating perceived risk and realized asset performance. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 220, p. 422-432, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2024.02.028>.

BAMBER, L. S.; JIANG, J. (XUEFENG); WANG, I. Y. What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial *Disclosure*. **The Accounting Review**, v. 85, n. 4, p. 1131-1162, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1131>.

BERNOULLI, D. Specimen theoriae novae de mensura sortis. Commentari Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae, v. 5, p. 175-192, 1738. Tradução: Expositions of a new theory on the measurement of risk. **Econometrica**, v. 22, p. 23-36, 1954.

BEYER, A.; COHEN, D. A.; LYS, T. Z.; WALTHER, B. R. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 296-343, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>.

BIGGERSTAFF, L. E.; CICERO, D. C.; GOLDIE, B.; REID, L. C. CFO Effort and Public Firms' Financial Information Environment. **Contemporary Accounting Research**, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12624>.

BORGHOLTHAUS, C. J.; WHITE, J. V.; HARMS, P. D. CEO dark personality: A critical review, bibliometric analysis, and research agenda. **Personality and Individual Differences**, v. 201, p. 111951, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.paid.2022.111951>.

BOUZOUTINA, A.; KHAIREDDINE, M.; JARBOUI, A. Do CEO overconfidence and narcissism affect corporate social responsibility in the UK listed companies? The moderating role of corporate governance. **Society and Business Review**, v. 16, n. 2, p. 156-183, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/SBR-07-2020-0091>.

BRANDÃO, I. F.; ASSUNÇÃO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Fatores determinantes do *Disclosure de Guidance* das companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, n. 21, p. 87-114, 2013.

BZEOUICH, B.; DEPOERS, F.; LAKHAL, F. Does ownership structure drive the effect of CEO overconfidence on earnings quality? **Journal of Applied Accounting Research**, v. 26, n. 1, p. 90-115, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2022-0265>.

CALL, A. C.; HRIBAR, P.; SKINNER, D. J.; VOLANT, D. Corporate managers' perspectives on forward-looking *Guidance*: Survey evidence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 78, n. 2-3, p. 101731, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2024.101731>.

CÂMARA, A. R. A. de S.; SILVA, C. M.; TAVARES, A. de L.; MELO, M. M. D. de. Divulgação de informações voluntárias como estratégia de crescimento e melhoria do desempenho econômico-financeiro: Um estudo nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3). **CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**, v. 5, n. 2, p. 142-160, 2018.

CARVALHO, F. P.; MAIA, V. M.; LOUZADA, L. C.; GONÇALVES, M. A. Desempenho setorial de empresas brasileiras: Um estudo sob a ótica do ROE, Q de Tobin e Market to Book. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 149-163, 2017.

CASTELLANI, V.; MULLER, K. A.; PARK, K. J. Investor Reaction to SPACs' Voluntary *Disclosures*. **The Accounting Review**, v. 99, n. 1, p. 105-137, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/TAR-2022-0003>.

CHEN, G.; CROSSLAND, C.; LUO, S. Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback. **Strategic Management Journal**, v. 36, p. 1513-1535, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.2291>.

CHEN, W.; WU, H.; ZHANG, L. Terrorist Attacks, Managerial Sentiment, and Corporate *Disclosures*. **The Accounting Review**, v. 96, n. 3, p. 165-190, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/TAR-2017-0655>.

CHENG, M.; SUBRAMANYAM, K. R.; ZHANG, Y. Earnings *Guidance* and managerial myopia. **SSRN Electronic Journal**, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.851545>.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00 R2): Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Brasília, DF: CPC, 2019. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>.

COSTA, F. M.; LIU, C.; ROSA, G. C.; TIRAS, S. L. The Commitment to Income-Decreasing Accounting Choices as a Credible Signal to Reducing Information Asymmetry: The Case of Asset Revaluations. **Contemporary Accounting Research**, v. 37, p. 2501-2522, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12606>.

COSTA, R. S.; ALMEIDA, J. E. F.; MACEDO, M. A. S. O Efeito do *Guidance* na Relevância da Informação Contábil no Brasil. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 3, p. 97-116, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i3.50462>.

COTTER, J.; TUNA, I.; WYSOCKI, P. D.; CALLEN, J. L. Expectations Management and Beatable Targets: How Do Analysts React to Explicit Earnings *Guidance*? **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 3, p. 593-628, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1506/fj4d-04un-68t7-r8ca>.

DAL MAGRO, C. B.; GORLA, M. C.; KLANN, R. C. Excesso de confiança do Chief Executive Officer e a prática de gerenciamento de resultados. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 50, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n50.2372>.

DOMINGOS, S. R. M. Gerenciamento de resultados e *Guidance*: Um estudo em empresas brasileiras. 2022. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2022.

DANTAS, R. No Banco do Brasil (BBAS3), o piso virou teto com novo guidance; veja projeções. **Money Times**, 12 nov. 2025. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/no-banco-do-brasil-bbas3-o-piso-virou-teto-com-novo-guidance-veja-projecoes-rnda>.

DONG, N.; WANG, F.; ZHANG, J. Voluntary Management Earnings Forecasts and Value Relevance in Financial Reports. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 57, n. 9, p. 2478-2502, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1695121>.

DYE, R. A. An evaluation of "essays on *Disclosure*" and the *Disclosure* literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6).

DYE, R. A. *Disclosure* of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123-145, 1985. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2490910>.

EINHORN, E.; ZIV, A. Intertemporal dynamics of corporate voluntary *Disclosures*. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 567-589, 2008.

ELLSBERG, D. Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 75, n. 4, p. 643, 1961. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1884324>.

EMETT, S. A. Investor Reaction to *Disclosure* of Past Performance and Future Plans. **The Accounting Review**, v. 94, n. 5, p. 165-188, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr-52343>.

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1837292>.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FENG, C.; FAY, S.; KASHMIRI, S. The value relevance of descriptive R&D intensity. **Journal of Business Research**, v. 139, p. 1394-1407, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.10.033>.

FERREIRA, C. F.; UJKL, O. Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças. **RAUSP Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 101-111, 2003. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/16721/todos-acima-da-media--excesso-de-confianca-em-profissionais-de-financas/i/pt-br>

FOLSTER, A.; CAMARGO, R. V. W.; VICENTE, E. F. R. Management Earnings Forecast Disclosure: A Study on the Relationship between EBITDA Forecast and Financial Performance. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 4, p. 108-124, 2015.

FRIEDMAN, M.; SAVAGE, L. J. The utility analysis of choices involving risks. **Journal of Political Economy**, v. 56, p. 279-304, 1948.

GONG, G.; LI, L. Y.; WANG, J. J. Serial Correlation in Management Earnings Forecast Errors. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 3, p. 677-720, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2011.00407.x>.

GONG, G.; LI, L. Y.; XIE, H. The Association between Management Earnings Forecast Errors and Accruals. **The Accounting Review**, v. 84, n. 2, p. 497-530, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.2.497>.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; PURI, M. Managerial attitudes and corporate actions. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 1, p. 103-121, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>.

GRIGGS, K. Book Reviews: Crisis in Organizations II. **Business Communication Quarterly**, v. 64, n. 1, p. 126-128, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/108056990106400112>.

GROSSMAN, S. J.; STIGLITZ, J. E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. **The American Economic Review**, v. 70, n. 3, p. 393-408, 1980. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1805228>.

GU, X.; BLACKMORE, K. Towards a broader understanding of journal impact: measuring relationships between journal characteristics and scholarly impact. **International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering**, v. 11, n. 10, p. 2230-2235, 2017.

- HAN, J. A literature synthesis of experimental studies on management earnings *Guidance*. **Journal of Accounting Literature**, v. 31, n. 1, p. 49-70, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2013.06.003>.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate *Disclosure*, and the capital markets: A review of the empirical *Disclosure* literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0).
- HILARY, G.; HSU, C. Endogenous overconfidence in managerial forecasts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 3, p. 300-313, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.002>.
- HIRSHLEIFER, D.; LOW, A.; TEOH, S. H. Are Overconfident CEOs Better Innovators? **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1457-1498, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01753.x>.
- HIRST, D. E.; KOONCE, L.; VENKATARAMAN, S. Management earnings forecasts: A review and framework. **Accounting Horizons**, v. 22, n. 3, p. 315-338, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>.
- HRIBAR, P.; YANG, H. CEO Overconfidence and Management Forecasting. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n. 1, p. 204-227, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12144>.
- HU, X.; KANG, Y.; LI, O. Z. *et al.* Trump election and minority CEO pessimism. **Review of Accounting Studies**, v. 30, p. 950-993, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11142-024-09843-7>.
- HU, Y.; YE, Y.; YU, X.; PIAO, X.; HUANG, L.; LI, B. Managerial overconfidence and corporate information *Disclosure*. **Borsa Istanbul Review**, v. 24, n. 2, p. 263-279, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.12.011>.
- HUMMEL, K.; SCHLICK, C. The relationship between sustainability performance and sustainability *Disclosure*: Reconciling voluntary *Disclosure* theory and legitimacy theory. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 5, p. 455-476, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2595045>.
- JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x>.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1914185>.
- KAPLAN, S. N.; SØRENSEN, M.; ZAKOLYUKINA, A. A. What is CEO overconfidence? Evidence from executive assessments. **Journal of Financial Economics**, v. 145, n. 2, p. 409-425, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.023>.

- KATO, K.; SKINNER, D. J.; KUNIMURA, M. Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated. **The Accounting Review**, v. 84, n. 5, p. 1575-1606, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.5.1575>.
- KLARMANN, M.; FEURER, S. Control variables in marketing research. **Marketing ZFP**, v. 40, n. 2, p. 26-40, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.15358/0344-1369-2018-2-26>.
- KRISHNAN, G. V.; PEVZNER, M.; SENGUPTA, P. How do auditors view managers' voluntary *Disclosure* strategy? The effect of earnings *Guidance* on audit fees. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 5, p. 492-515, 2012.
- LEE, J. (J.); LIM, Y.; OH, H. I. Does customer satisfaction matter to managers' earnings forecasts and stock returns? **European Journal of Marketing**, v. 52, n. 9/10, p. 2026-2051, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/EJM-06-2017-0422>.
- LERNER, A. F.; FLACH, L. Estrutura de capital como determinante das oportunidades de crescimento nas companhias listadas na B3. **REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 12, n. 4, p. 16-28, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.18696/reunir.v12i4.1492>.
- LI, M.; MARKOV, S.; SHU, S. Motivational optimism and short-term investment efficiency. **The Accounting Review**, v. 98, n. 5, p. 429-454, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0388>.
- LI, X. The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary *Disclosures*. **Review of Accounting Studies**, v. 15, n. 3, p. 663-711, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11142-010-9129-0>.
- LIBBY, R.; RENNEKAMP, K. Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 197-231, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2011.00430.x>.
- LICHTENSTEIN, S.; FISCHHOFF, B.; PHILLIPS, L. D. Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. **Judgment Under Uncertainty**, p. 306-334. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/cbo9780511809477.023>.
- LIU, J.; LEI, D. Managerial ability and stock price crash risk – the role of managerial overconfidence. **Review of Accounting and Finance**, v. 20, n. 2, p. 167-193, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/RAF-05-2020-0111>.
- LOPES, A. B.; DE ALENCAR, R. C. *Disclosure* and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, n. 4, p. 443-464, 2010.
- LU, H.-Y. (RICHARD); TUCKER, J. W. Non-earnings corporate *Guidance*. **Financial Management**, v. 41, n. 4, p. 947-977, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01205.x>.
- LUNARDI, M. A.; BEUREN, I. M.; KLANN, R. C. Efeito Moderador da Expertise Financeira na Relação entre o Excesso de Confiança e a Qualidade da Evidenciação Contábil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 14, n. 1, p. 3-21, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140101>

LUO, J.; RONEN, J.; SHALEV, R.; TANG, M. Annual earnings *Guidance* and the smoothing of analysts' multi-period forecasts. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 37, n. 4, p. 874-901, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0148558X20945574>.

MAGALHÃES DOMINGOS, S. R.; RODRIGUES PONTE, V. M.; PAULO, E.; HOLANDA DA SILVA, A. R. Gerenciamento de resultados e *Guidance*: um estudo em empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 18, n. 4, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.17524/repec.v18i4.3405>.

MAHONEY, W. F. *Guidance*: O bom, o ruim e o desagradável. **Revista Relações Com Investidores – RI**, n. 121, p. 26-29, 2008. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/121/1778>.

MAKHLOUF, M. H.; QATAWNEH, A.; SAFI, W. Divulgação narrativa e qualidade dos lucros: qual é o nexso? Evidências de países emergentes. **Journal of Economic and Administrative Sciences**, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JEAS-11-2023-0323>.

MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2661-2700, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 20-43, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>.

MARKOWITZ, H. The utility of wealth. **Journal of Political Economy**, v. 60, p. 151-158, 1952.

MARSCHAK, J. Rational behavior, uncertain prospects, and measurable utility. **Econometrica**, v. 18, n. 2, p. 111-141, 1950.

MARZOUKI, A.; BEN AMAR, A. Managerial overconfidence, earnings management and the moderating role of business ethics: evidence from the Stoxx Europe 600. **International Journal of Ethics and Systems**, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/IJOES-01-2024-0009>.

MOREIRA, C. S.; LOPES, A. F.; LUCENA, W. G. L.; MARTINS, O. S. Excesso de confiança do CEO e o risco de relatórios financeiros fraudulentos: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 34, n. 3, p. 25-55, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.22561/cvr.v34i3.7412>.

MUNDI, H. S.; NAGPAL, E. Impact of overconfidence among finance managers on forecasted market returns: Evidence from India. **Journal of Public Affairs**, v. 22, p. e2349, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/pa.2349>.

MURYADI, P.; SUHENDAH, R. Pengaruh kasus COVID-19, kapitalisasi pasar, market book ratio, dan profitabilitas terhadap stock return. **Jurnal Paradigma Akuntansi**, v. 6, n. 4, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.24912/jpa.v6i4.32600>.

NEWMAN, M. E. A measure of betweenness centrality based on random walks. **Social Networks**, v. 27, n. 1, p. 39-54, 2005.

NGUYEN, T. H.; VU, L. P. T.; MAI, A. N.; TRAN, T. Q. Do narrative-related *Disclosures* in the annual report enhance firm value? New evidence from an emerging market. **International Review of Financial Analysis**, v. 102, p. 104077, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104077>.

NIU, Y.; WU, Y.; ZHAO, S.; ZOU, Z. Consumption dynamics with the law of small numbers. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 224, p. 915-923, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2024.06.021>.

PIMENTA, D. P.; BORSATO, J. M. L. S.; RIBEIRO, K. C. S. Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das Finanças Comportamentais. **REGE - Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 263-280, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.5700/rege462>.

RAMELLI, S.; WAGNER, A. F. Feverish Stock Price Reactions to COVID-19. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 9, n. 3, p. 622-655, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. D. Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, n. 92, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231756.pt>.

ROGERS, J. L.; STOCKEN, P. C. Credibility of Management Forecasts. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1233-1260, 2005. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/4093123>.

ROODMAN, D. A note on the theme of too many instruments. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 71, n. 1, p. 135–158, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>.

SALEHI, M.; LARI DASHTBAYAZ, M.; HASSANPOUR, S.; TARIGHI, H. The effect of managerial overconfidence on the conditional conservatism and real earnings management. **Journal of Islamic Accounting and Business Research**, v. 11, n. 3, p. 708-720, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2017-0030>.

SAMPAIO, M. S.; BRUNI, A. L.; LIMA FILHO, R. N.; CORDEIRO FILHO, J. B. Excesso de confiança e controladoria: um estudo envolvendo práticas orçamentárias. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 2-20, 2012. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/42493/excesso-de-confianca-e-controladoria--um-estudo-envolvendo-praticas-orcamentarias/i/pt-br>

SANTOS, W. C. D.; PRAZERES, R. D.; SOEIRO, T. M.; ARAÚJO, J. G. Otimismo e excesso de confiança, crise econômica e gerenciamento de resultados: Evidências brasileiras. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 21, n. 2, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.4013/base.2024.212.05>.

SAVAGE, L. J. An Axiomatization of Reasonable Behavior in the Face of Uncertainty. *Communication au Colloque International sur le Risque*, 1952.

SAVAGE, L. J. *The foundations of statistics*. New York: Wiley, 1954.

SCHNECK, S.; HAUTZ, J. Overconfident executives: do they wreak havoc or inspire the troops? **Journal of Business Strategy**, v. 45, n. 2, p. 115-123, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JBS-11-2022-0193>.

SCHRAND, C. M.; ZECHMAN, S. L. C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1-2, p. 311-329, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.09.001>.

SHAH, S. S. H.; XINPING, X.; KHAN, M. A.; HARJAN, S. A. Investor and Manager Overconfidence Bias and Firm Value: Micro-Level Evidence from the Pakistan Equity Market. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 8, n. 5, p. 190-199, 2018. Disponível em: <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/7028>.

SHAHID, M. S.; KHAKWANI, M. S.; HAMZA, A. Effect of Corporate Governance and Financial Leverage on Market value Added in Pakistan. **Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies**, v. 2, n. 1, p. 17-26, 2016.

SILVA, R. C. DA; LAMOUNIER, W. M.; ANDRADE, N. DOS S. Divulgação do *Guidance* e estrutura de propriedade. **CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**, v. 10, n. 1, p. 1-21, 2023.

SIMON, H. A. A behavioral model of rational choice. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 69, n. 1, p. 99-118, 1955. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1884852>.

SKINNER, D. J. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. **Journal of Accounting Research**, v. 32, n. 1, p. 38-60, 1994. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2491386>.

SMALL, H. Cocitation in the scientific literature: A new measure of the relationship between two documents. **Journal of the American Society for Information Science**, v. 24, n. 4, p. 265-269, 1973.

SOUSA, I. M. O. DE; MARQUES, V. N. M. DE A.; QUEIROZ, D. B. DE; LUCENA, W. G. L. Assimetria informacional e *Disclosure* do *Guidance*: análise de Blue Chips e Small Caps durante a crise do COVID-19. In: Brazilian Accounting Association Annual Conference – **ANPCONT 2024**, 18., 2024, São Paulo. Anais [...]. São Paulo: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2024.

SOUZA, J. L.; SANCHES, S. L. R.; SBARDELLATI, E. C. A.; NEUMANN, M. Influência da divulgação do *Guidance* nas escolhas contábeis e gerenciamento de resultados: Um estudo de dados em painel com companhias do Ibovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting – ASAA JOURNAL**, v. 11, n. 3, p. 430-447, 2018.

STEIN, J. C. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 104, n. 4, p. 655-669, 1989. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2937861>.

SUBRAMANIAM, S.; CHAKRABORTY, M. Investor Attention and Cryptocurrency Returns: Evidence from Quantile Causality Approach. **Journal of Behavioral Finance**, v. 21, n. 1, p. 103-115, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/15427560.2019.1629587>.

SUMIYANA, S.; NA'IM, A.; NUGROHO, A. H. L. *et al.* Multiple measurements of CEOs' overconfidence and future earnings management: evidence from Asia-Pacific developing

countries. **Humanities and Social Sciences Communications**, v. 10, n. 743, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/s41599-023-02279-5>.

TRANFIELD, D.; DENYER, D.; SMART, P. Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. **British Journal of Management**, v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>.

TRUEMAN, B. Why do managers voluntarily release earnings forecasts? **Journal of Accounting and Economics**, v. 8, n. 1, p. 53-71, 1986. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(86\)90010-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90010-8).

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 5, p. 297-323, 1992. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/BF00122574>.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974. Disponível em: <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary *Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179-194, 1983. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3).

VERRECCHIA, R. E. Essays on *Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8).

YAN, J.; KNIFFIN, K. M.; KUNREUTHER, H. C.; SCHULZE, W. D. The roles of reason and emotion in private and public responses to terrorism. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 180, p. 778-796, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.05.024>.

ZAVERTIAEVA, M. A.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; KUMINOVA, E. V. Better innovators or more innovators? Managerial overconfidence and corporate R&D. **Managerial and Decision Economics**, v. 39, n. 4, p. 447-461, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/mde.2917>.

APÊNDICE A - Procedimentos Metodológicos da Revisão Sistemática da Literatura

A Revisão Sistemática da Literatura foi utilizada como instrumento metodológico que evidencie potenciais lacunas de pesquisa, seguindo um rigoroso protocolo exigido por esta metodologia para conseguir mapear e analisar pesquisas relevantes. O processo da RSL é composto por três fases, conhecidas como: (i) Planejamento da Revisão; (ii) Condução da Revisão, e (iii) Disseminação do Conhecimento (Tranfield, Denyer and Smart, 2003).

Ressalta-se que foram feitas análises de artigos internacionais e nacionais. Sendo assim, primeiro foi feito uma revisão sistemática da literatura internacional, realizando os filtros adequados, seleção de *strings* e demais informações. Para fins de transparência, as etapas gerais da Revisão Sistemática da Literatura são definidas na tabela 1, com as respectivas descrições e ferramentas usadas:

Tabela 17 - Etapas e ferramentas usadas na Revisão Sistemática da Literatura (RSL)

Etapas	Descrição	Ferramentas Auxiliadoras
Planejamento da Revisão Sistemática	Identificação de lacunas e delimitação das temáticas de pesquisa a partir de uma revisão preliminar. As temáticas delimitaram-se a <i>Guidance</i> e Excesso de Confiança.	Web of Science, Scopus, Scipace, Connected Pappers e Research Habbit
Construção de <i>String</i> de Pesquisa e busca	Construção de <i>string</i> de busca a ser utilizada na Web of Science e Scopus, adotando-se operadores booleanos e refinamento interativos para capturar artigos adequados a temática	ChatGPT
Filtro de corpus de pesquisa	Identificação de artigos mais aderentes as temáticas levando em consideração adequabilidade de títulos, resumos e palavras chaves. Ademais, fez-se análise qualitativa e aprofundada dos artigos, bem como a extração de informações específicas dos artigos que compõe o corpus de pesquisa.	ChatGPT e Notebook LM
Análise do <i>corpus</i>	Identificação de clusters, autores influentes, temáticas relacionadas e emergentes, acoplamento e proxies usadas.	Vosviewer, <i>HistCite</i> TM , <i>Iramuteq</i> ChatGPT e Notebook LM

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de pesquisa (2025)

Inicialmente, foi realizada uma análise exploratória não sistemática com foco nas temáticas Excesso de Confiança e *Guidance*. Para isso, foram buscados artigos que abordassem esses temas em bases renomadas, como *Web of Science* e *Scopus*, reconhecidas como algumas das mais relevantes para pesquisa. No entanto, esses diretórios utilizam um modelo lexical, no qual os resultados retornados são baseados na correspondência exata das palavras-chave dentro dos campos indexados (título, resumo e palavras-chave).

Para aprimorar a identificação das temáticas e lacunas, foi realizada uma busca complementar utilizando ferramentas baseadas em Inteligência Artificial (IA), como *SciSpace*, *ConnectedPapers* e *ResearchRabbit*. Essas plataformas permitem uma abordagem semântica,

ampliando a seleção dos artigos relevantes e proporcionando um direcionamento mais assertivo na revisão da literatura.

No *SciSpace*, o problema de pesquisa foi inserido para que a ferramenta sugerisse artigos correlatos ao tema investigado. Após a leitura, foram selecionados os mais aderentes e analisados no *Connected Papers*, que permitiu identificar trabalhos tematicamente relacionados, além de artigos anteriores e posteriores aos de referência. Por fim, esses mesmos artigos foram inseridos no *ResearchRabbit*, a fim de mapear publicações relacionadas e ampliar a compreensão sobre a evolução da pesquisa na área.

Após a etapa de planejamento, iniciou-se a construção das *strings* de busca utilizadas nas bases de dados Web of Science e Scopus. Com base na leitura dos artigos anteriores, foram selecionados termos relacionados aos temas de estudo e, com o auxílio da Inteligência Artificial ChatGPT, elaborou-se uma *string* capaz de abranger o maior número possível de trabalhos que relacionassem ambas as temáticas. As *strings* e os respectivos quantitativos de resultados estão apresentados na Tabela 2:

Tabela 18 - Strings de pesquisa aplicada à Revisão Sistemática da Literatura (RSL)

Database	Search string	Results
<i>Web of Science</i>	TS = (("Guidance" OR "earnings Guidance" OR "corporate Guidance" OR "earnings projections" OR "corporate projections" OR "Forward Guidance" OR "Financial Guidance" OR "Management Guidance" OR "Management forecast*") AND ("overconfidence" OR "CEO overconfidence" OR "managerial overconfidence" OR "executive overconfidence" OR "optimism" OR "managerial optimism" OR "behavioral bias"))	222
<i>Scopus</i>	(TITLE-ABS-KEY ("Guidance" OR "earnings Guidance" OR "corporate Guidance" OR "earnings projections" OR "corporate projections" OR "Forward Guidance" OR "Financial Guidance" OR "Management Guidance" OR "Management forecast*") AND ("overconfidence" OR "CEO overconfidence" OR "managerial overconfidence" OR "executive overconfidence" OR "optimism" OR "managerial optimism" OR "behavioral bias"))	252

Fonte: Elaboração própria com base nos dados de pesquisa (2025)

Em seguida, foram removidos os duplicados entre as bases e aplicados filtros para obtenção de um corpus de pesquisa adequado. Para assegurar a relevância dos estudos, conforme o protocolo de Tranfield, Denyer e Smart (2003), foram adotados quatro critérios de inclusão: (i) apenas artigos publicados em periódicos; (ii) escritos em língua inglesa; (iii) publicados entre 1960 e 2024 — ano inicial comum às bases *Scopus* e *Web of Science*; e (iv) pertencentes a periódicos classificados como Q1 ou Q2 pelo *SCImago Journal Rank* (SJR) em 2023.

O SCImago Journal Rank (SJR) é uma métrica que avalia o impacto e a influência de periódicos científicos, considerando tanto o número de citações quanto a relevância das fontes que as realizam. Os periódicos são classificados em quatro quartis, do mais ao menos relevante

(Q1 a Q4). A seleção de artigos publicados em periódicos Q1 e Q2 assegura que o corpus deste estudo seja composto por pesquisas de alta qualidade, amplamente citadas e reconhecidas na comunidade científica (Gu & Blackmore, 2017). Adicionalmente, foram excluídos os artigos que não apresentavam aderência às temáticas propostas, com base na verificação de títulos, resumos e palavras-chave.

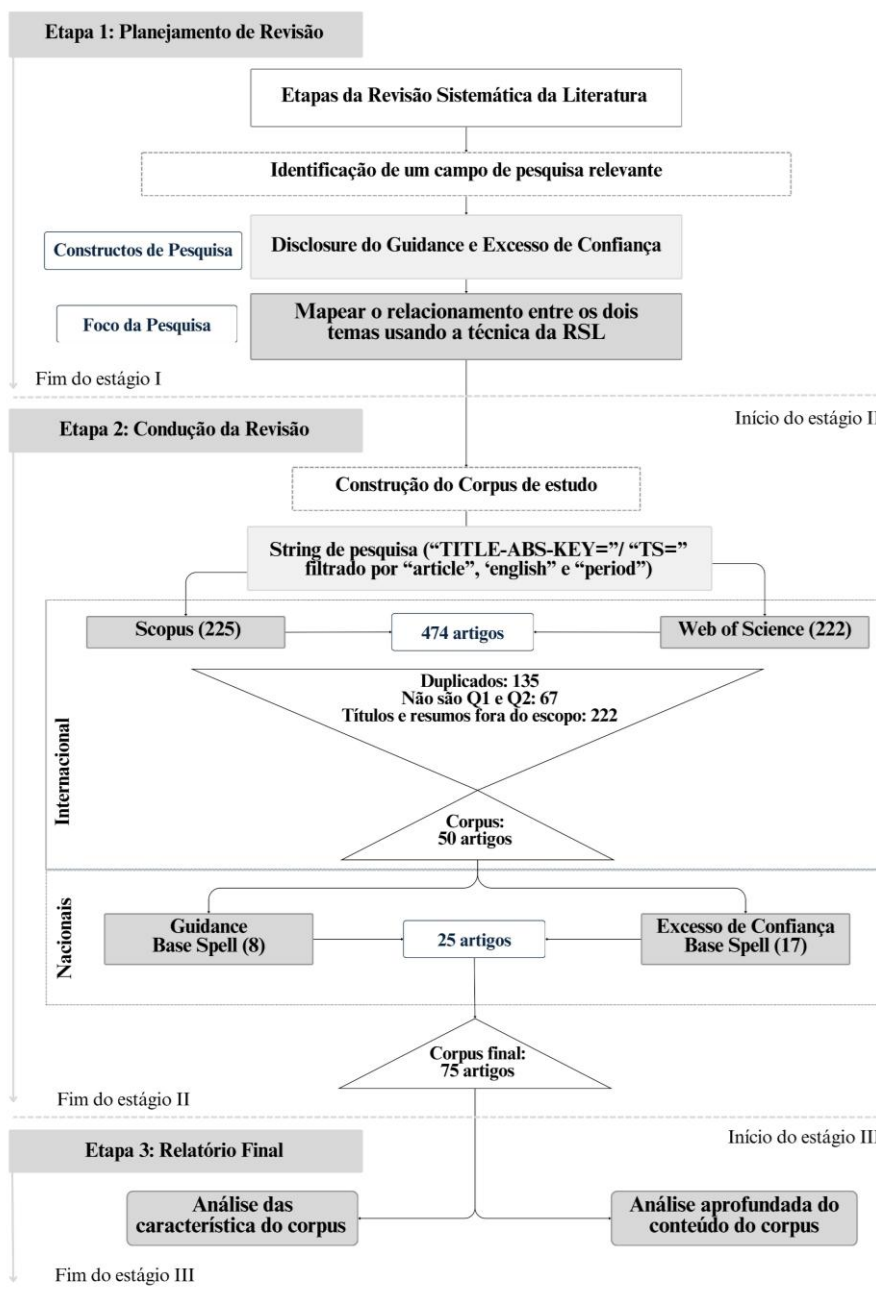
Ressalta-se que esse tipo de busca pode abranger muitos estudos, mas nem sempre garante que todos sejam realmente aderentes ao tema, devido ao modelo lexical de captura. Assim, após a definição do corpus, foi feita uma triagem manual por meio da leitura de títulos, resumos e palavras-chave, mantendo apenas os artigos alinhados ao tema. Essa etapa contou também com o apoio de ferramentas de Inteligência Artificial (ChatGPT e Notebook LM) para auxiliar na seleção e extração de conteúdos relevantes.

Por fim, com o uso dos softwares VOSviewer e HistCite™, realizou-se a análise do corpus, identificando coocorrências de palavras, principais resultados, métricas utilizadas, além de citações, cocitações e acoplamento bibliográfico.

Em seguida, realizou-se uma revisão sistemática da literatura nacional. Verificou-se, contudo, que nenhum estudo brasileiro investigou conjuntamente os constructos *Guidance* e Excesso de Confiança. Dessa forma, a revisão concentrou-se em compreender como esses temas foram abordados separadamente, identificando as tendências teóricas e as *proxies* utilizadas para mensuração dos constructos. As buscas foram realizadas na base Spell: a primeira, com o termo “*Guidance*”, resultou em 8 artigos; a segunda, com “*Excesso de Confiança*”, retornou 17 artigos. Todos os trabalhos foram analisados com o objetivo de destacar os principais insights e lacunas identificadas.

Os trabalhos analisados não utilizaram técnicas bibliométricas, como o acoplamento bibliográfico, devido à falta de conexões entre as pesquisas nacionais sobre os dois constructos. Assim, optou-se por uma análise sistemática dos estudos internacionais, capaz de oferecer insights para adaptação ao contexto brasileiro e enriquecer a comparação com a literatura externa. A Figura 1 apresenta o fluxograma do processo de Revisão Sistemática da Literatura e a definição do corpus final de análise.

Figura 1 – Sistematização do protocolo de pesquisa da Revisão Sistemática



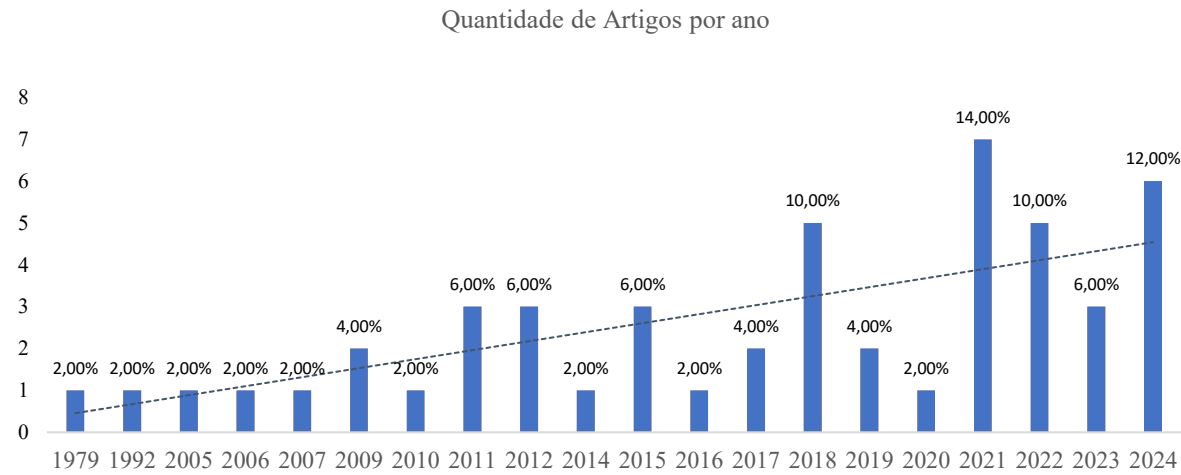
Fonte: Elaboração própria com base nos dados de pesquisa (2025)

As exclusões relacionadas aos artigos fora do escopo, decorre do uso do termo *Guidance* em diferentes contextos. Em essência, *Guidance* significa orientação ou direção, podendo ser aplicado em diversas áreas do conhecimento, como educação, saúde ou gestão organizacional, sem necessariamente se referir às projeções financeiras corporativas. Dessa forma, foram excluídos os estudos cujo uso do termo não estava associado ao contexto de divulgação voluntária de projeções. Assim, permaneceram apenas os trabalhos que tangenciavam os eixos centrais desta pesquisa.

APÊNDICE B - Análise descritiva do corpus (Artigos Internacionais)

A análise da quantidade de artigos publicados ao longo dos anos sobre as temáticas *Guidance* e excesso de confiança revela uma evolução gradual do interesse acadêmico nesses assuntos. Observa-se um baixo volume de publicações entre 1979 e 2007, com apenas um artigo em cada ano isolado, representando 2% do total em cada período. A partir de 2009, há um leve aumento na frequência de publicações, com destaque para os anos de 2011, 2012 e 2015, que apresentam 6% dos artigos cada, conforme demonstrado da figura 2.

Figura 2 – Quantidade de artigos sobre *Guidance* e Excesso de Confiança ao longo dos anos



Fonte: Dados de pesquisa (2025)

O crescimento mais expressivo ocorre a partir de 2018, com destaque para 2021 (14%), 2024 (12%) e 2022 (10%), que somam 36% do corpus analisado. Esse avanço recente reflete o aumento do interesse acadêmico na relação entre *Guidance* e Excesso de Confiança, impulsionado por mudanças no ambiente corporativo e na divulgação de informações. Os dados revelam maior atenção às dimensões comportamentais e à importância das divulgações voluntárias pelas empresas.

Com proposito de identificar periódicos relevantes que publiquem sobre os temas, foi possível identificar os jornais que conglomeraram as publicações dos artigos sobre o tema. Assim, a tabela 3 demonstra estes periódicos.

Tabela 19 - Principais periódicos do corpus

Jornal	Quartil (SJR)	Quantidade de Artigos	Frequência (%)
Accounting Review	Q1	6	12,0%
Journal of Accounting and Public Policy	Q1	5	10,0%
Accounting Organizations and Society	Q1	3	6,0%
Contemporary Accounting Research	Q1	3	6,0%

Review of Accounting Studies	Q1	3	6,0%
Journal of Accounting Auditing and Finance	Q1	2	4,0%
Journal of Accounting Research	Q1	2	4,0%
Academy of Management Journal	Q1	1	2,0%
American Economic Journal: Macroeconomics	Q1	1	2,0%

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

Os artigos concentram-se majoritariamente em revistas de alta excelência, com destaque para a *Accounting Review* (12%) e o *Journal of Accounting and Public Policy* (10%), ambas Q1 e de grande impacto em contabilidade e finanças. Outros periódicos de destaque, como *Accounting, Organizations and Society*, *Contemporary Accounting Research* e *Review of Accounting Studies* (6% cada), reforçam a relevância do tema na interseção entre contabilidade e comportamento de gestores e investidores. A presença nessas revistas demonstra que os estudos sobre *Guidance* e excesso de confiança têm peso acadêmico e implicações importantes para a compreensão das dinâmicas de mercado e das decisões financeiras.

Também foi realizada uma análise da distribuição geográfica dos autores dos artigos que compõem o *corpus*, com vista a identificar potenciais correntes teóricas em determinados grupos geográficos. A análise revela a predominância dos Estados Unidos, responsáveis por 56% dos artigos, evidenciando seu protagonismo acadêmico nas áreas analisadas. China (20%) e Singapura (16%) também apresentam participação relevante, refletindo a expansão do interesse global pelo tema. Apesar da forte presença de países desenvolvidos, nota-se o avanço de nações como França, Espanha e Suíça. Contudo, há escassez de pesquisas oriundas do Brasil e da América Latina, o que reforça o caráter ainda incipiente dessas discussões no contexto regional. A distribuição completa pode ser vista na figura 3.

Figura 3 – Distribuição geográfica do corpus



Fonte: Dados de pesquisa (2025)

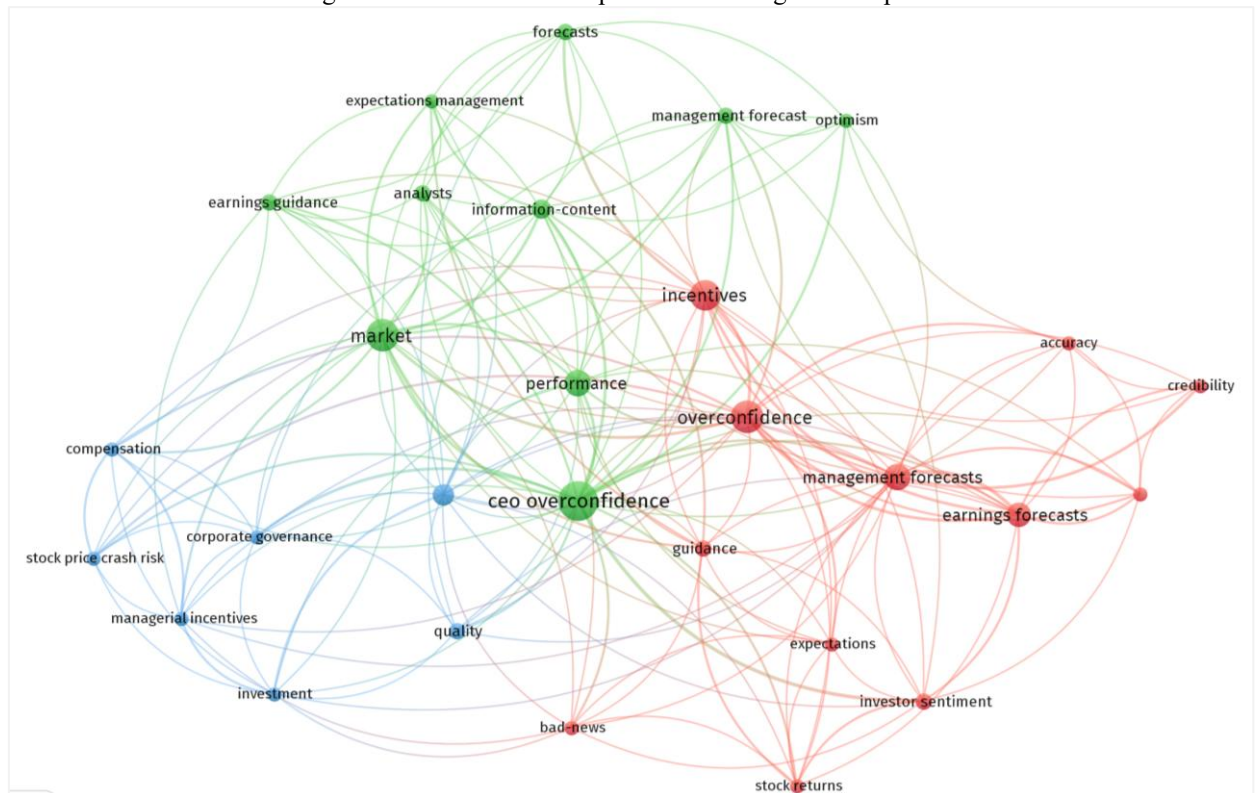
Esse cenário revela uma oportunidade relevante para ampliar as pesquisas no Brasil, onde temas como *Guidance* e vieses comportamentais ainda são recentes. O aprofundamento nessas áreas pode enriquecer a compreensão sobre os efeitos desses fatores nas decisões corporativas e no mercado financeiro. Embora os estudos internacionais sirvam de referência, há amplo espaço para o desenvolvimento de abordagens que considerem as particularidades do contexto brasileiro.

APÊNDICE C - Análise de coocorrência de palavras (Artigos Internacionais)

A análise de coocorrência de palavras é uma técnica bibliométrica que identifica associações entre termos em textos científicos. Parte da ideia de que palavras que aparecem juntas em diferentes estudos estão conceitualmente relacionadas. Ao mapear essas conexões, é possível visualizar redes de conhecimento, detectar tendências e compreender como os conceitos se articulam em determinado campo. Essa técnica é amplamente usada em revisões sistemáticas para estruturar áreas emergentes e apontar lacunas teóricas.

No *corpus* de pesquisa, foi estabelecido uma ocorrência mínima de 3 vezes e, no mínimo, 6 palavras por *cluster*, o que gerou três *clusters*: *Cluster 1* com 12 palavras (Vermelho), *Cluster 2* com 10 palavras (Verde) e *Cluster 3* com 7 palavras (Azul). A figura 2 mostra a coocorrência das palavras.

Figura 4 – Coocorrência de palavras dos artigos do corpus



Fonte: Vosviewer a partir dos dados de pesquisa (2025)

A análise de coocorrência das palavras revela três grandes *clusters* que evidenciam as conexões entre os constructos centrais da pesquisa: *Guidance* (evidenciado nos termos *Guidance*, *management forecasts*, *earnings forecasts*, *earnings Guidance*) e *overconfidence* (evidenciado nos termos *ceo overconfidence*, *overconfidence*). E, a partir desta conexão, mostra-se um *link* com o termo *market*, referindo-se, portanto, aos aspectos relacionais a serem

observados no mercado. Essa estrutura mostra que o comportamento de mercado pode ser influenciado pela confiança excessiva dos gestores e pela divulgação de *Guidance*.

O termo *Guidance* (Cluster 1) apresenta 14 links e força total de 18, conectando-se fortemente a *earnings forecasts*, *management forecasts* e *expectations*. A presença de *credibility* e *information asymmetry* reforça que a credibilidade das previsões e a assimetria informacional são centrais para a reação do mercado. Esses resultados sugerem que as previsões corporativas têm papel importante no gerenciamento de expectativas dos investidores, embora a influência direta sobre o comportamento do mercado ainda demande maior investigação.

A análise das conexões revela uma lacuna importante: embora o *Guidance* esteja frequentemente associado à precificação de ativos e à percepção de risco, ainda há pouca evidência empírica sobre sua relação direta com o comportamento dos investidores, o que se nota pela baixa menção aos termos *investor sentiment* e *expectation*.

O constructo *overconfidence* integra o Cluster 1, com 21 links e força total de 36, mostrando alta interconexão com *management forecasts* e *earnings Guidance*, o que indica que a confiança excessiva dos gestores afeta diretamente as projeções financeiras. Já o termo *ceo overconfidence*, no Cluster 3, reforça esse efeito ao evidenciar como o viés individual dos executivos pode influenciar decisões corporativas. As ligações com *managerial incentives* e *corporate governance* sugerem que incentivos e mecanismos de governança podem moderar ou intensificar esse impacto. Essas conexões evidenciam potenciais caminhos de pesquisa, investigando como a confiança exacerbada influencia a percepção dos investidores e a precificação dos ativos no mercado.

No Cluster 2, o termo *market* apresenta 20 links e força total de 35, conectando-se a *stock returns*, *investor sentiment* e *performance*, o que demonstra a sensibilidade do mercado às informações e percepções dos investidores. A presença de *voluntary Disclosure* nesse cluster reforça o papel das divulgações voluntárias na interpretação dos sinais corporativos. Apesar dessas conexões, a literatura ainda não explora detalhadamente o papel mediador do mercado na relação entre *Guidance* e *overconfidence*, ou seja, como as previsões e a confiança gerencial impactam diretamente o comportamento dos investidores e a precificação dos ativos.

Ademais, a análise temporal dos termos de coocorrência revela tendências importantes na evolução do uso dos conceitos centrais da pesquisa, assim, a figura 5 revela a tendência temática das palavras mais cocitadas ao longo dos anos.

análise, refletindo a perene importância do mercado como foco de estudo na área financeira e contábil.

Da mesma forma, *stock returns* em 2018 (11 ligações e 14 de força total) e *investor sentimento* em 2019 (12 ligações e 17 de força total) sugere que a perspectiva comportamental na análise do mercado ganhou força mais recentemente, indicando uma conexão entre o estudo dos vieses cognitivos dos gestores e a forma como os investidores reagem às informações divulgadas.

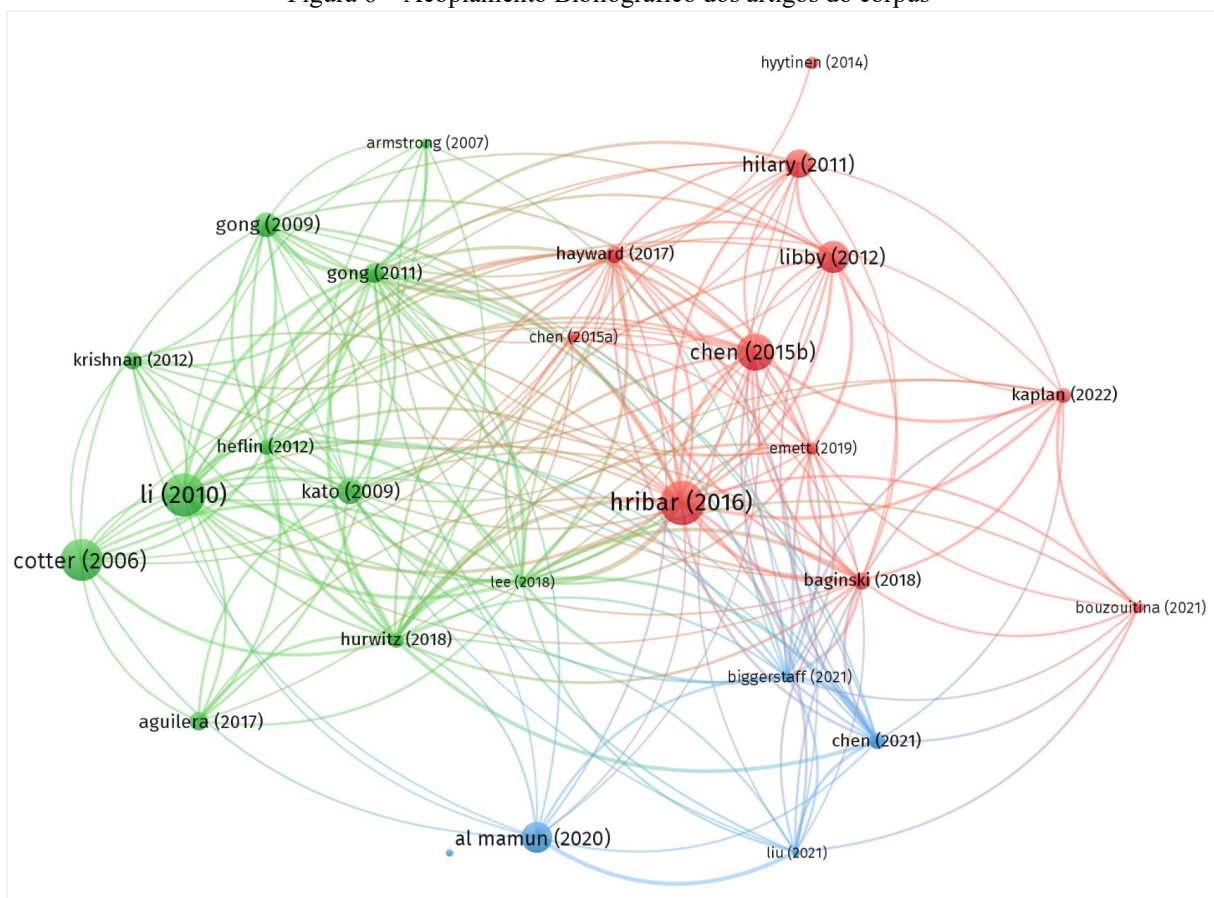
Essas tendências revelam uma convergência entre temas tradicionais (como mercado e desempenho) e abordagens mais recentes, voltadas ao papel dos gestores e ao impacto da confiança excessiva nas divulgações. Essa integração reforça a relevância da pesquisa ao mostrar que o mercado é moldado não apenas por fundamentos financeiros, mas também por vieses cognitivos e projeções estratégicas, apontando novas fronteiras a serem exploradas na literatura de finanças.

APÊNDICE D - Acoplamento bibliográfico (Artigos Internacionais)

O objetivo da análise de acoplamento bibliográfico usado nessa pesquisa visa mensurar a proximidade entre dois artigos comparando suas referências e quanto maior o número de referências que compartilham maior a similaridade entre eles, que pode ser temática, teórico, metodológica ou outra particularidade compartilhada (Lucas; Garcia-Zorita; Sanz-Casado, 2013).

Assim, a partir dos artigos do *corpus*, foi possível identificar o acoplamento dos artigos, dado as similaridades entre perspectivas teóricas, abordagens e outros. Dessa maneira, para o acoplamento, foi considerado força de ligação mínima de 3, e no mínimo 4 citações por autor. Assim, foram gerados 3 *clusters*: *Cluster 1* com 11 trabalhos (Vermelho), *Cluster 2* com 11 trabalhos (Verde) e *Cluster 3* com 5 trabalhos (Azul). O mapeamento pode ser visualizado na figura 6:

Figura 6 – Acoplamento Bibliográfico dos artigos do corpus



Fonte: Vosviewer a partir dos dados de pesquisa (2025)

Ao considerar o índice de centralidade de intermediação, o autor que se destaca é Lee *et al.*, (2018) em função de seu trabalho intitulado “*Does customer satisfaction matter to managers’ earnings forecasts and stock returns*”. Newman (2005) afirma que essa centralidade

demonstra o potencial de cada autor, de servir como opção de fonte, de maneira a estabelecer relações entre outros pares de autores.

Na tabela 4 apresentam trabalhos com maior força total das conexões dos artigos acoplados por *cluster*. Essa força é determinada pela quantidade de referências compartilhadas entre os documentos conectados.

Tabela 20 - Autores acoplados (artigos internacionais)

Cluster	1º Autor	Força total das conexões	Citações	Documento
1	Hribar (2016)	191	279	Hribar, P., & Yang, H. (2015). CEO Overconfidence and Management Forecasting. <i>Contemporary Accounting Research</i> , 33(1), 204–227. doi:10.1111/1911-3846.12144
	Hayward (2017)	135	35	Hayward, M. L. A., & Fitza, M. A. (2017). Pseudo-Precision? Precise Forecasts and Impression Management in Managerial Earnings Forecasts. <i>Academy of Management Journal</i> , 60(3), 1094–1116. doi:10.5465/amj.2014.0304
	Chen (2015b)	131	193	Chen, G., Crossland, C. and Luo, S. (2015), Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback. <i>Strat. Mgmt. J.</i> , 36: 1513-1535. https://doi.org/10.1002/smj.2291
2	Lee (2018)	203	5	Lee, J.(J.), Lim, Y. and Oh, H.I. (2018), "Does customer satisfaction matter to managers' earnings forecasts and stock returns?", <i>European Journal of Marketing</i> , Vol. 52 No. 9/10, pp. 2026-2051. https://doi.org/10.1108/EJM-06-2017-0422
	Gong (2011)	194	49	GONG, G., LI, L.Y. and WANG, J.J. (2011), Serial Correlation in Management Earnings Forecast Errors. <i>Journal of Accounting Research</i> , 49: 677-720. https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00407.x
	Hurwitz (2018)	181	27	Hurwitz, H. (2017). Investor sentiment and management earnings forecast bias. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> , 45(1-2), 166–183. doi:10.1111/jbfa.12282
3	Biggerstaff (2021)	120	5	Biggerstaff, L.E., Cicero, D.C., Goldie, B., Reid, L.C., Ge, W. and Moon, K. (2021), CFO Effort and Public Firms' Financial Information Environment*. <i>Contemp Account Res</i> , 38: 1068-1113. https://doi.org/10.1111/1911-3846.12624
	Chen (2021)	113	49	Chen, W., Wu, H., & Zhang, L. (2021). Terrorist attacks, managerial sentiment, and corporate <i>Disclosures</i> . <i>The Accounting Review</i> , 96(3), 165–190. https://doi.org/10.2308/TAR-2017-0655
	Liu (2021)	89	27	Liu, J. and Lei, D. (2021), "Managerial ability and stock price crash risk – the role of managerial overconfidence", <i>Review of Accounting and Finance</i> , Vol. 20 No. 2, pp. 167-193. https://doi.org/10.1108/RAF-05-2020-0111

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

No cluster 1, observa-se uma convergência clara entre os estudos ao apontarem que o excesso de confiança de executivos e gestores exerce influência direta na elaboração e divulgação do *Guidance*. Hribar e Yang (2016) mostram como esse viés afeta as previsões da diretoria, enquanto Chen e Crossland (2015) o tratam como um fator microfundacional do comportamento estratégico. Libby e Rennekamp (2012) também reforçam essa perspectiva ao relacionar o *overconfidence* a atribuições autoservidoras que distorcem decisões de previsão.

Em conjunto, esses estudos evidenciam que as características psicológicas dos CEOs afetam a qualidade das previsões e seus efeitos financeiros.

Bouzouitina *et al.* (2021) acrescentam que o excesso de confiança e o narcisismo dos CEOs influenciam positivamente a responsabilidade social corporativa, sendo esse efeito moderado pela governança. De forma complementar, Chen *et al.* (2015) demonstram que o *overconfidence* reduz a capacidade de aprendizado organizacional, afetando a precisão das projeções. Esses achados sugerem uma interseção entre o comportamento executivo e a qualidade da orientação fornecida ao mercado.

Os trabalhos também convergem ao destacar o papel da comunicação gerencial. Baginski *et al.* (2018) mostram que o tom otimista nas divulgações pode gerar interpretações enviesadas e transferências de riqueza entre investidores. De modo semelhante, Emett (2019) aponta que o desempenho corrente molda as reações dos investidores às mensagens futuras, reforçando a importância do conteúdo e do tom das previsões. Ambos os trabalhos ressaltam a importância da apresentação da informação gerencial na formação das expectativas do mercado.

Uma perspectiva convergente no *Cluster 1* é o interesse nas implicações do excesso de confiança para a qualidade (precisão, otimismo) do *Guidance* e como ele é interpretado pelos usuários, especialmente investidores. Assim, um *insight* trazido pelo *clusters* é que o excesso de confiança pode comprometer a objetividade e a precisão do *Guidance*, levando a potenciais desalinhamentos entre as expectativas da gestão e os resultados reais, com implicações para as decisões dos investidores (Baginski *et al.*, 2018; Hribar & Yang, 2016; Hilary & Hsu, 2011).

No *Cluster 2*, os estudos convergem ao investigar como as empresas utilizam o *Earnings Guidance* para moldar as expectativas dos analistas financeiros. Em linhas gerais, analisam se e como os gestores direcionam os analistas para metas mais facilmente atingíveis. Cotter *et al.* (2006) mostram que a orientação gerencial impacta diretamente as projeções dos analistas, enquanto Kato *et al.* (2009) associam esse processo a vieses comportamentais, como o excesso de confiança, que levam a previsões persistentemente otimistas. Ambos apontam que o *Guidance* pode ser usado estrategicamente para influenciar a percepção do mercado e suavizar reações negativas dos investidores.

Os artigos também destacam que a decisão de emitir previsões não é aleatória, mas condicionada por fatores como otimismo dos analistas, divergência de expectativas e grau de incerteza do ambiente. Li (2010) evidencia que a concorrência afeta a precisão e a frequência das divulgações, resultado que dialoga com Gong *et al.* (2009, 2011), ao mostrarem que contextos incertos amplificam erros de previsão e estimulam vieses gerenciais. Sob maior incerteza, gestores tendem a ajustar ou omitir projeções de modo estratégico.

A persistência dos erros de previsão é outro ponto comum. Gong *et al.* (2011) demonstram que esses erros refletem tanto incentivos gerenciais quanto vieses cognitivos, reforçando os achados de Kato *et al.* (2009) sobre a tendência de gestores a repetir padrões de otimismo excessivo.

Além disso, Aguilera *et al.* (2017) e Kato *et al.* (2009) mostram que fatores institucionais e de governança influenciam a transparência das previsões: a presença de investidores estrangeiros aumenta o otimismo das projeções, enquanto ambientes regulatórios frágeis ampliam o risco de distorção informacional.

Teoricamente, os estudos baseiam-se em abordagens de gestão de expectativas, sinalização, assimetria de informação e custos de agência para explicar a divulgação de previsões e suas reações no mercado. Em conjunto, o cluster evidencia que o *Earnings Guidance* é usado como ferramenta estratégica de comunicação, moldada por vieses comportamentais, incentivos e contexto institucional.

Já no *cluster* 3, os artigos que compõem este cluster revelam uma convergência de interesses na investigação da influência de fatores gerenciais e comportamentais nas práticas de divulgação e nas consequências para o mercado, ou seja, a perspectiva de que as decisões de divulgação não são puramente objetivas ou determinadas apenas por fatores econômicos da empresa.

Em particular, observa-se uma ênfase na forma como as características e o estado mental dos gestores, como o sentimento, o esforço, a habilidade e o excesso de confiança, moldam a divulgação de informações, incluindo as projeções e as orientações (*Guidance*) da gestão. A perspectiva da Teoria da Agência permeia grande parte das pesquisas, sendo utilizada para fundamentar a relação entre o poder dos CEOs e a qualidade da divulgação financeira.

Al Mamun *et al.* (2020) mostram que CEOs mais poderosos tendem a adiar más notícias, elevando o risco de queda das ações, enquanto Biggerstaff *et al.* (2021) associam o baixo esforço dos diretores financeiros a um ambiente informacional mais deficiente. Ambos reforçam que o comportamento gerencial é determinante na assimetria informacional e no risco percebido pelos investidores.

Outro ponto de convergência é a influência do sentimento e das características emocionais dos gestores sobre a divulgação corporativa. Chen *et al.* (2021) investigam como choques emocionais negativos, como ataques terroristas, afetam o tom das previsões gerenciais, sugerindo que executivos em situações adversas tendem a emitir previsões mais pessimistas. Esse achado se alinha à pesquisa de Liu e Lei (2021), que exploram o impacto da satisfação do cliente nas previsões gerenciais, indicando que empresas com altos níveis de satisfação tendem

a emitir previsões mais otimistas. A interseção entre esses estudos sugere que o sentimento gerencial pode influenciar significativamente a forma como a empresa comunica suas expectativas ao mercado.

A influência do viés gerencial na divulgação também se manifesta no estudo de Castellani *et al.* (2024), que analisa como projeções otimistas em SPACs impactam investidores institucionais e de varejo. O comportamento dos investidores diante dessas divulgações reforça a ideia de que gestores podem estrategicamente modular informações para influenciar a percepção do mercado.

Por fim, todos os artigos indicam que o ambiente de governança e os incentivos estruturais desempenham um papel fundamental na mitigação dos impactos negativos do comportamento gerencial. Tanto Al Mamun *et al.* (2020) quanto Biggerstaff *et al.* (2021) apontam para a importância de mecanismos de controle, como estrutura de conselhos e incentivos financeiros, para reduzir os efeitos adversos da influência gerencial sobre as informações divulgadas.

Em suma, os artigos deste *cluster* compartilham uma perspectiva que valoriza a compreensão das decisões de divulgação e das suas consequências a partir da lente das características e dos estados mentais dos gestores. Seja por meio da análise do sentimento, do esforço, da habilidade ou, centralmente, do excesso de confiança, esses trabalhos demonstram que o *management Guidance* e outras formas de comunicação corporativa não são neutras, mas sim fortemente influenciadas por fatores humanos e comportamentais nos níveis de gestão.

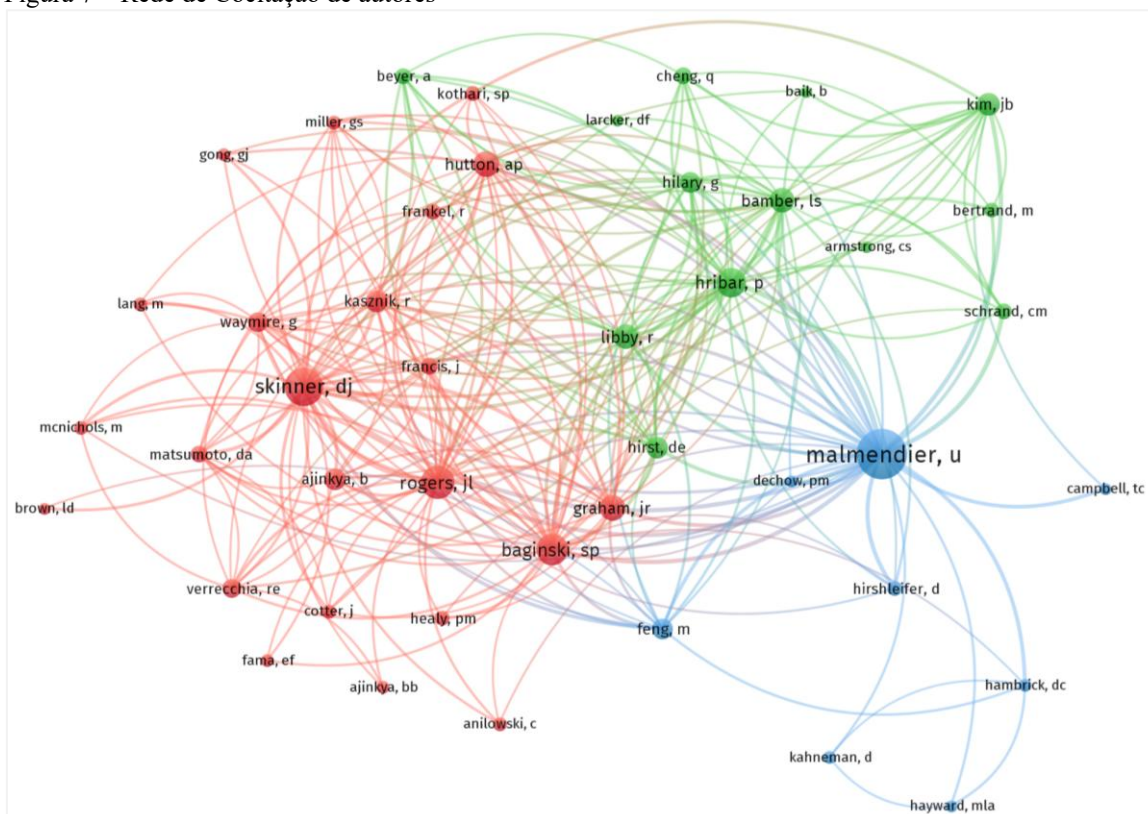
Os *insights* teóricos convergem para a ideia de que esses fatores podem levar a vieses na informação divulgada, com implicações significativas para a qualidade do ambiente informacional e para o comportamento e os resultados dos investidores.

APÊNDICE E - Análise de Cocitação de Autores (Artigos Internacionais)

Com o intuito de identificar os desdobramentos dos conteúdos estudados nesse artigo, fez-se a análise da cocitação de autores, identificando grupos de trabalhos dentro do corpus que possuem similaridades quanto as suas abordagens por cocitarem autores de forma mais recorrente. Este procedimento também identifica trabalhos antecessores e seminais que contribuíram para construir as correntes temáticas tratadas nos artigos do *corpus*.

A rede de cocitação de autores é apresentada na Figura 7, a qual foi estruturada a partir de 1.694 autores citados nos artigos do *corpus* textual. Para Small (1973), essa análise permite identificar a frequência com que dois autores da literatura científica são citados de maneira simultânea por algum item da literatura mais recente. Cada nó foi representado pelo primeiro autor de um artigo citado, com pelo menos 8 citações. A rede tem 878 *links* relacionais, distribuídos em 44 artigos, e agrupados em 3 grupos: *Cluster 1* com 23 artigos (Vermelho), *Cluster 2* com 13 artigos (Verde) e *Cluster 3* com 8 artigos (Azul).

Figura 7 – Rede de Cocitação de autores



Fonte: Vosviewer a partir dos dados de pesquisa (2025)

A tabela 5 apresenta os trabalhos com maior força total das conexões dos artigos cocitados. Essa força é determinada pela quantidade de referências compartilhadas entre os

documentos conectados. Um valor alto indica que o documento tem muitas referências em comum com outros trabalhos da base analisada, sugerindo sua centralidade no campo de estudo. Newman (2005) afirma que esse índice demonstra o potencial de cada autor, de servir como opção de fonte, de maneira a estabelecer relações entre outros pares de autores.

Tabela 21 - Autores mais cocitados do corpus textual (artigos internacionais)

Cluster	1º Autor	Força total das conexões	Citações	Documento
1	skinner, dj	619	35	Skinner, D. J. (1994). Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. <i>Journal of Accounting Research</i> , 32(1), 38. doi:10.2307/2491386
	rogers, jl	525	29	Rogers, J. L., & Stocken, P. C. (2005). Credibility of management forecasts. <i>The Accounting Review</i> , 80(4), 1233–1260. https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1233
	baginski, sp	499	27	Baginski, S.P., Conrad, E.J. and Hassell, J.M. (1993) The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on the Assessment of Earnings Uncertainty. <i>Accounting Review</i> , 68, 913–927.
2	hribar, p	455	25	Hribar, P., & Yang, H. (2015). CEO Overconfidence and Management Forecasting. <i>Contemporary Accounting Research</i> , 33(1), 204–227. doi:10.1111/1911-3846.12144
	bamber, ls	385	20	Bamber, L. S., Jiang, J. (Xuefeng), & Wang, I. Y. (2010). What's My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial <i>Disclosure</i> . <i>The Accounting Review</i> , 85(4), 1131–1162. doi:10.2308/accr.2010.85.4.1131
	libby, r	323	20	LIBBY, R., & RENNEKAMP, K. (2012). Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. <i>Journal of Accounting Research</i> , 50(1), 197–231. doi:10.1111/j.1475-679x.2011.00430.x
3	malmendier, u	710	48	MALMENDIER, U. and TATE, G. (2005), CEO Overconfidence and Corporate Investment. <i>The Journal of Finance</i> , 60: 2661–2700. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x
	feng, m	321	16	Feng, M., Li, C., & McVay, S. (2009). Internal control and management <i>Guidance</i> . <i>Journal of Accounting and Economics</i> , 48(2–3), 190–209. doi:10.1016/j.jacceco.2009.09.0
	hirshleifer, d	198	11	HIRSHLEIFER, D., LOW, A., & TEOH, S. H. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? <i>The Journal of Finance</i> , 67(4), 1457–1498. doi:10.1111/j.1540-6261.2012.01753.x

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

Assim, os artigos cocitados no *corpus* fornecem um alicerce teórico interligado que sustenta a investigação sobre a relação entre *Guidance* e Excesso de Confiança. A análise de cocitação revela que esses estudos são considerados fundamentais e influentes, abordando diferentes dimensões da comunicação prospectiva das empresas.

No primeiro *cluster*, três estudos se destacam por oferecerem perspectivas centrais sobre o *Guidance* e o excesso de confiança. Baginski *et al.* (1993) analisam como a precisão das previsões da gestão influencia preços das ações e a percepção de incerteza dos lucros. O estudo

evidencia que o *Guidance* pode assumir intervalos abertos ou fechados, refletindo diferentes graus de incerteza comunicada, e que gestores excessivamente confiantes tendem a emitir previsões excessivamente precisas, subestimando a incerteza real. Além disso, a credibilidade percebida pelos investidores modula a reação do mercado, posicionando a precisão do *Guidance* como um canal potencial do excesso de confiança.

Skinner (1994) investiga a divulgação voluntária de notícias negativas, mostrando que, embora empresas tendam a evitar informações desfavoráveis, fatores legais e a mitigação de litígios incentivam divulgações antecipadas. Para gestores excessivamente confiantes, isso sugere uma tendência a postergar ou minimizar previsões negativas, acreditando em sua capacidade de reverter resultados adversos. O estudo também indica que revisões de previsões são mais frequentemente negativas, refletindo uma postura inicial otimista possivelmente influenciada pelo excesso de confiança.

Rogers & Stocken (2005) foca na credibilidade das previsões, destacando que o mercado e as revisões dos analistas servem como métricas de avaliação. O estudo evidencia que más notícias tendem a ser mais críveis que boas notícias, levantando a questão do viés otimista em gestores superconfiantes, especialmente em contextos de alta incerteza, e ressalta o impacto de fatores como risco de litígio, negociações internas e dificuldades financeiras.

Em síntese, esse cluster evidencia a importância da precisão, credibilidade e motivações por trás das previsões gerenciais, mostrando como o excesso de confiança pode influenciar tanto o conteúdo quanto a recepção do *Guidance* pelo mercado.

No segundo *cluster*, os estudos de Bamber *et al.*, (2010), Hribar e Yang (2015), e Libby e Rennekamp (2012) examinam como características individuais dos gestores influenciam a divulgação voluntária de informações financeiras. Bamber *et al.*, (2010) argumentam que os gestores possuem estilos individuais distintos na comunicação financeira, influenciados por experiências idiossincráticas. Eles demonstram que traços como formação acadêmica, experiência militar e idade afetam a precisão e o conservadorismo do *Guidance*.

Hribar e Yang (2015) aprofundam essa análise ao investigar especificamente o impacto do excesso de confiança dos CEOs nas previsões, demonstrando que gestores confiantes têm maior propensão a emitir previsões, que são mais otimistas e menos precisas. Essa tendência reflete a sobreestimação da capacidade preditiva dos gestores. Libby e Rennekamp (2012) complementam essa abordagem com um estudo experimental, sugerindo que a autoconfiança dos gestores está ligada à atribuição auto-servidora, ou seja, ao crédito desproporcional dado a si mesmos pelo sucesso da empresa, aumentando sua inclinação a divulgar *Guidance* otimista. Assim, o segundo *cluster* destaca que as características individuais dos gestores influenciam

significativamente suas práticas de divulgação, com o excesso de confiança desempenhando um papel central

O terceiro *cluster* inclui estudos que exploram os efeitos do excesso de confiança sobre decisões corporativas mais amplas. Malmendier e Tate (2005) investigam a relação entre excesso de confiança dos CEOs e investimentos corporativos, destacando que gestores confiantes superestimam os retornos de seus projetos e são mais propensos a investir além do ideal. Feng *et al.*, (2009) analisam a interação entre excesso de confiança e avaliação de informações contábeis, sugerindo que gestores confiantes podem interpretar dados financeiros de maneira enviesada, o que afeta a credibilidade do *Guidance*.

Hirshleifer *et al.*, (2012) examinam como a confiança excessiva influencia a estrutura de capital das empresas, argumentando que gestores confiantes têm maior propensão a subestimar riscos financeiros e tomar decisões que comprometem a estabilidade da empresa. O terceiro *cluster* amplia as perspectivas ao mostrar que o excesso de confiança afeta não apenas o *Guidance*, mas também decisões corporativas mais amplas, reforçando a relevância desse traço comportamental na dinâmica empresarial.

Em conjunto, esses estudos fornecem um arcabouço teórico sólido para compreender como o excesso de confiança afeta o *Guidance*. O *cluster* 1 foca na relação entre a *Guidance*, a precisão das previsões e a credibilidade das informações, destacando como o excesso de confiança afeta a forma como as previsões são comunicadas e percebidas pelo mercado. Já o *cluster* 2 aborda a influência das características individuais dos gestores, principalmente o excesso de confiança, nas previsões financeiras. E, por fim, o *cluster* 3 expande a discussão sobre o excesso de confiança para decisões corporativas mais amplas, como investimentos e inovação, e examina como a confiança excessiva dos gestores pode distorcer tanto a avaliação de riscos quanto a precisão das previsões.

APÊNDICE F - Análise descritiva do Corpus (Artigos Nacionais sobre *Guidance*)

Nenhum trabalho nacional estudou conjuntamente os constructos investigados (*Guidance* e Excesso de Confiança). Nesse sentido, a revisão sistemática dos artigos nacionais focaliza em compreender como as duas temáticas foram trabalhadas separadamente, com vista a compreender, especificamente, as tendências teóricas utilizadas e as *proxies* para captação dos constructos. Para captação dos artigos, foram feitas duas buscas na base de dados Spell, a primeira buscou o termo “*Guidance*”, retornando 38 artigos.

No entanto, após a análise detalhada dos títulos, resumos e palavras-chave, apenas 8 artigos foram considerados relevantes para o estudo, uma vez que os demais abordavam perspectivas distintas do conceito de *Guidance*. Esses artigos excluídos tratavam de questões amplas relacionadas ao termo, como orientações de valor social e orientação para inovação, que não se enquadram no escopo da divulgação voluntária de previsões financeiras pelas empresas. Assim, os oito artigos selecionados concentram-se especificamente na prática do *Guidance* enquanto mecanismo de comunicação voluntária de expectativas futuras da empresa.

Já a segunda, fez-se uma busca pelo termo “Excesso de Confiança”, retornando dezessete artigos. Assim, os artigos foram baixando e analisados, em vista a evidenciar os principais *insights* e lacunas trazidas. Assim, as análises de cocitação e acoplamento bibliográfico são dispensadas dada que não há uma interconexão nas pesquisas nacionais sobre os termos.

Pormenorizando a análise, os artigos que abordaram sobre o *Guidance* perpassam por diferentes lentes teóricas e mostram uma variedade de perspectivas que, embora distintas, compartilham a ênfase na transparência e na gestão da informação. Cada artigo aborda o fenômeno do *Guidance* a partir de lentes teóricas específicas, com foco em como as organizações utilizam a comunicação para atender às expectativas sociais, reduzir assimetrias informacionais ou garantir sua legitimidade no mercado.

Arantes *et al.* (2021) e Brandão *et al.* (2013) adotam a teoria do *Disclosure* voluntário, destacando como as empresas buscam aumentar a transparência ao divulgar informações prospectivas. Para Arantes *et al.* (2021), o *Guidance* é uma maneira de reduzir a assimetria informacional, enquanto Brandão *et al.* (2013) enfatizam que, no contexto brasileiro, as empresas adotam essa prática como uma estratégia voluntária para melhorar sua imagem perante os *stakeholders* e atender a demandas do mercado. Essa busca por transparência é alinhada, também, com o gerenciamento de impressões, como mencionado por Arantes *et al.*

(2019), que argumentam que as empresas, ao divulgar informações, visam não apenas reduzir a incerteza, mas também moldar as percepções dos investidores sobre sua performance futura.

Por outro lado, os estudos de Arantes *et al.* (2023) e Macedo Neto *et al.* (2014) ampliam a discussão ao integrar a teoria da hipocrisia organizada e a teoria institucional. Arantes *et al.* (2023) observam como as empresas utilizam "fachadas organizacionais" – como a fachada de reputação – para construir uma imagem positiva, muitas vezes dissociada da realidade interna, enquanto Macedo Neto *et al.* (2014) sugerem que a adoção de práticas como o *Guidance* pode ser vista como uma resposta a pressões institucionais, refletindo o isomorfismo institucional.

A combinação dessas teorias indica que as organizações não apenas divulgam informações por questões de legitimidade, mas também para proteger sua imagem perante diferentes públicos, o que se torna crucial em um ambiente de mercado cada vez mais competitivo.

Ainda nesta linha, Costa *et al.* (2021) e Souza *et al.* (2018) destacam o papel do *Guidance* na redução da volatilidade e no fortalecimento da confiança do mercado. Costa *et al.* (2021) mostram que, sob a ótica do mercado eficiente, a divulgação de *Guidance* influencia diretamente os preços das ações, ajustando as expectativas dos investidores, tornando-o não apenas um informativo, mas um agente de impacto no mercado. Souza *et al.* (2018) ampliam essa perspectiva ao sugerir que a transparência proporcionada pelo *Guidance* pode levar as empresas a práticas de gerenciamento de resultados, ajustando escolhas contábeis para alinhar projeções financeiras às expectativas do mercado.

Assim, a divulgação de informações se configura como um processo estratégico, que vai além da simples comunicação de dados, envolvendo interação entre transparência e percepção de mercado.

Esses estudos convergem ao indicar que, embora o *Guidance* seja uma ferramenta importante para reduzir a assimetria informacional e aumentar a confiança do mercado, ele também é moldado por pressões externas, como normas institucionais e expectativas dos *stakeholders*. Assim, os diferentes enfoques teóricos – do *Disclosure* voluntário ao gerenciamento de impressões, passando pela hipocrisia organizada e as teorias institucional e dos *stakeholders* – oferecem uma compreensão mais rica e multifacetada das motivações e impactos da divulgação de projeções financeiras.

Além disso, é válido mencionar a inexistência de estudos que abordem sobre o comportamento do gestor frente a tomada de decisão acerca do *Guidance*. Ademais, a tabela 22 sumariza as pesquisas evidenciando seus objetivos e resultado.

Tabela 22 - Objetivos e Resultados dos trabalhos nacionais (*Guidance*)

Autores	Objetivo	Resultados
Arantes, Souza e Gusmão (2023)	Analisar as fachadas organizacionais recorrentes nos relatórios de <i>Guidance</i> das empresas investigadas nas operações Carne Fraca, Lava Jato e Zelotes da Polícia Federal.	Empresas usaram fachadas Racional, Progressista e de Reputação. Petrobras destacou a racional antes da Lava Jato; BRF priorizou reputação (2010-2014). Bradesco alternou entre reputação (projeções) e racional (acompanhamento). Marcopolo oscilou entre racional e reputação.
Costa, Almeida e Macedo (2021)	Investigar a influência da divulgação de <i>Guidance</i> na relevância da informação contábil sob a ótica do retorno acionário e do preço das ações das empresas listadas na B3.	O <i>Guidance</i> valoriza ações e aumenta o poder preditivo do patrimônio líquido, influenciando o retorno anual, mas sem impacto no coeficiente de resposta ao lucro.
Arantes, Dias e Soares (2021)	O estudo visa estabelecer proposições teóricas sobre os efeitos da divulgação voluntária de informações prospectivas (<i>Guidance</i>) no comportamento empresarial e identificar os setores e empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) que adotaram essa forma de divulgação entre 2010 e 2017	39% das empresas (128 de 331) divulgaram <i>Guidance</i> . A prática é mais comum em setores regulados, com queda na adesão a partir de 2013. Setores de tecnologia e industriais têm menor aderência.
Arantes, Gusmão e Costa (2019)	Analisar o nível de gerenciamento de impressões pelo tom das informações prospectivas nos relatórios de <i>Guidance</i> de cinco empresas investigadas pela Polícia Federal. O estudo busca verificar se as investigações tiveram reflexo nas informações divulgadas entre 2010 e 2017 pela Petrobras, Bradesco, Marcopolo, Santander e BRF	Empresas adotaram tom positivo antes dos escândalos. Petrobras evitou mencionar impactos da Lava Jato. Marcopolo suspendeu projeções em 2015. No Bradesco, o tom variou de 0,59 (2013) para 0,03 (2017), com 71% das palavras positivas nos relatórios de acompanhamento.
Souza, Sanches, Sbardellati e Neumann (2018)	Verificar se a divulgação do <i>Guidance</i> das companhias do índice IBOVESPA influencia o gerenciamento de resultados, por meio de escolhas contábeis com <i>accruals</i> discricionários.	<i>Guidance</i> no ano anterior aumenta o gerenciamento de resultados no ano seguinte em 1,1%. TAM e ROA influenciam os <i>accruals</i> , mas ROA teve sinal inesperado.
Brandão, Luca e Vasconcelos (2014)	Analisar as características do <i>Guidance</i> evidenciado pelas companhias de capital aberto do Brasil	44,8% das 100 maiores listadas divulgaram <i>Guidance</i> . É mais comum no Novo Mercado e nos setores de Construção e Consumo não cíclico. Projeções são quantitativas, anuais e focadas no curto prazo. Pequena correlação entre <i>Guidance</i> e segmento de listagem.
Macedo, Vasconcelos, Luca e Figueirêdo (2014)	Investigar fatores que incentivam a publicação de <i>Guidance</i> pelas empresas do Ibovespa, considerando o atendimento ao Pronunciamento CODIM nº 04/2008.	Em 2010, 41,9% das empresas do Ibovespa publicaram <i>Guidance</i> . A prática foi mais comum em empresas do Novo Mercado (52,9%) e Nível 2 (75%). 73,1% possuíam alto endividamento e 76,9% adotavam remuneração baseada em resultados. Apenas 15,4% atenderam integralmente ao Pronunciamento 04/2008. O foco principal foi o <i>Guidance</i> de resultados (65,4%) e de investimentos (57,7%), enquanto o estratégico foi menos frequente (34,6%).
Brandão, Assunção, Ponte e Rebouças (2013)	Analisar os fatores determinantes do <i>Disclosure</i> de <i>Guidance</i> das companhias abertas listadas na BM&Fbovespa	27,4% (81 de 296) divulgaram <i>Guidance</i> em 2012. 91,4% indicaram premissas/metodologia, mas só 32% alertaram sobre não responsabilização. Empresas mais rentáveis, grandes e com governança forte são mais propensas a divulgar <i>Guidance</i> .

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

Os estudos sobre *Guidance* no Brasil evidenciam resultados relevantes sobre a prática de divulgação, apontando tanto sua eficácia quanto suas complexidades. Arantes *et al.* (2023) identificaram diferentes fachadas organizacionais usadas pelas empresas para moldar a percepção pública em momentos de crise. Costa *et al.* (2021) mostraram que o *Guidance* pode aumentar a relevância da informação contábil, impactando diretamente os preços das ações, enquanto Arantes *et al.* (2021) destacaram a prevalência do *Guidance* em setores regulados, com redução observada após 2013.

Por outro lado, Souza *et al.* (2018) identificaram que a divulgação de *Guidance* pode influenciar o gerenciamento de resultados, sugerindo um possível efeito adverso de manipulação de informações. A partir desses resultados, várias sugestões de pesquisa futura emergem, oferecendo caminhos importantes para aprofundar o conhecimento sobre o tema.

Arantes *et al.* (2023) propõem investigar o impacto de eventos relacionados à corrupção em outras empresas e como as fachadas organizacionais podem moderar a relação entre a divulgação e o evento de corrupção.

Já Souza *et al.* (2018) sugerem o uso de modelos alternativos para estimar o gerenciamento de resultados, ampliando a análise para todas as empresas da B3. Outros estudos, como o de Costa *et al.* (2021), recomendam pesquisas focadas em melhorar a qualidade da informação contábil, chamando atenção para os indicadores mais relevantes para a tomada de decisões. Essas sugestões indicam que o campo de pesquisa sobre o *Guidance* ainda oferece espaço para análises mais profundas, considerando diferentes contextos e abordagens metodológicas.

Nesse sentido, a tabela 7 explicita as formas que o *Guidance* foi metrificado nos estudos brasileiros, evidenciando as diferentes facetas das *proxies* adotadas.

Tabela 23 - Proxies para captação do *Guidance* (trabalhos nacionais)

Variável	Descrição	Fonte
<i>Guidance</i> (Binário)	Coletado no item 11 dos Formulários de Referência, utilizando variável binária (1 para empresas que divulgaram <i>Guidance</i> e 0 para as demais).	Arantes <i>et al.</i> (2021); Souza <i>et al.</i> (2018); Costa, Almeida e Macedo (2021); Macedo Neto <i>et al.</i> (2014)
<i>Guidance</i> (Índice)	Análise de conteúdo do item 11 dos Formulários de Referência, utilizando um instrumento com 22 itens distribuídos em quatro categorias para mensurar nível de <i>Disclosure</i> .	Brandão <i>et al.</i> (2013).
<i>Guidance</i> (Ordinal)	Coletado do item 11 do Formulário de Referência, classificada em escala ordinal (0 – ausência de projeções; 1 – presença de projeções sem acompanhamento de períodos passados; e 2 – presença de projeções e acompanhamento de períodos passados)	Brandão <i>et al.</i> (2014).
<i>Guidance</i> (Qualitativo Fachadas)	Coletado dos itens 11.1 e 11.2 do Formulário de Referência. As informações qualitativas presentes nos relatórios foram sistematizadas em códigos e alocadas nas três categorias constituintes das fachadas organizacionais (Usou-se o <i>software</i> Nvivo)	Arantes <i>et al.</i> (2023).

<i>Guidance</i> (Enfoque e Conformidade)	Coletado do item 11 do Formulário de Referência, houve uma classificação qualitativa dos tipos de projeções divulgadas (enfoques) e uma avaliação binária do atendimento a requisitos específicos do CODIM (Análise ambiental, Advertência aos usuários e Confronto entre realizado e projetado)	Macedo Neto <i>et al.</i> (2014)
<i>Guidance</i> (Tom)	Análise qualitativa dos relatórios de <i>Guidance</i> para captar mudanças no tom após eventos investigativos. Aplicado o procedimento de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) para mensurar gerenciamento de impressões, considerando conotação positiva/negativa das palavras, ênfase visual, repetição estrutural e uso de intensificadores retóricos. Classificação realizada com o uso de dicionários específicos.	Arantes <i>et al.</i> (2019).

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

Os pesquisadores utilizaram diversas formas para mensurar e analisar a divulgação do *Guidance*, sendo todas coletadas a partir dos Formulários de Referência das empresas. A variável binária de *Guidance* (1 para empresas que divulgaram e 0 para as demais) é amplamente adotada. Já a análise de conteúdo do mesmo item, com o uso de um índice de 22 itens distribuídos em quatro categorias, é explorada por Brandão *et al.* (2013) para mensurar o nível de *Disclosure*. Outros estudos, como o de Brandão *et al.* (2014), utilizam uma abordagem ordinal, classificando as empresas conforme a presença de projeções e acompanhamento de períodos passados.

Além disso, *proxies* qualitativas também foram empregadas. Por exemplo, Arantes *et al.* (2023) analisam o uso das fachadas organizacionais nos relatórios de *Guidance*, classificando as informações qualitativas. No mesmo sentido, Macedo Neto *et al.* (2014) fazem uma análise qualitativa dos enfoques e da conformidade com os requisitos do CODIM, identificando as projeções divulgadas e avaliando se atendem a critérios específicos. Por fim, Arantes *et al.* (2019) aplicam uma análise qualitativa para avaliar o tom do *Guidance*, observando as mudanças após eventos investigativos, com a utilização de dicionários específicos para identificar a conotação positiva ou negativa das palavras.

Essas diferentes abordagens ilustram a flexibilidade no uso das *proxies* para estudar o fenômeno do *Guidance*, mas também revelam uma dependência comum das informações contidas no Formulário de Referência, destacando a uniformidade metodológica entre os estudos brasileiros sobre o tema.

Finalmente, mediante estas análises, é perceptível a inexistência de estudos que abordem o comportamento do gestor frente à tomada de decisão acerca do *Guidance*, evidenciando uma temática ainda inexplorada quanto aos potenciais vieses comportamentais que os gestores podem possuir. Este aspecto pode ser considerado uma lacuna importante na literatura, pois os vieses cognitivos e emocionais, como o excesso de confiança ou a aversão à

perda, podem influenciar diretamente as decisões sobre a divulgação de informações prospectivas.

Por fim, os estudos sobre a divulgação de *Guidance* frequentemente utilizam uma série de variáveis de controle para isolar os efeitos dos fatores de interesse e garantir maior robustez nas análises. Algumas dessas variáveis são recorrentes em múltiplos estudos, sugerindo que certos aspectos são essenciais para compreender as práticas de divulgação de projeções pelas empresas.

Entre as variáveis mais comuns estão: tamanho da empresa (Brandão *et al.*, 2013; Câmara *et al.*, 2018; Souza *et al.*, 2018; Costa *et al.*, 2021), rentabilidade, medida pelo retorno sobre o ativo (ROA) (Brandão *et al.*, 2013; Souza *et al.*, 2018; Câmara *et al.*, 2018; Domingos *et al.*, 2024), endividamento, tanto no sentido geral quanto nas suas especificações (Macedo Neto *et al.*, 2014; Souza *et al.*, 2018), alavancagem financeira (Souza *et al.*, 2018; Domingos *et al.*, 2024), proporção de ações em circulação (Brandão *et al.*, 2013; Macedo Neto *et al.*, 2014), governança corporativa (Brandão *et al.*, 2013; Macedo Neto *et al.*, 2014; Domingos *et al.*, 2024), e classificação setorial (Arantes *et al.*, 2021).

APÊNDICE G - Análise descritiva do Corpus (Artigos Nacionais - Excesso de Confiança)

Os estudos brasileiros sobre excesso de confiança abordam tanto o comportamento dos gestores quanto o impacto sobre stakeholders, oferecendo uma compreensão multifacetada do fenômeno. Pesquisas como Santos *et al.* (2024), Costa *et al.* (2019) e Magro *et al.* (2018) aplicam finanças comportamentais para desafiar a racionalidade econômica tradicional, destacando como vieses cognitivos, como o excesso de confiança, levam à superestimação das próprias habilidades e previsões futuras. As obras de Kahneman e Tversky (1974, 1979) são amplamente citadas para explicar decisões baseadas em julgamentos intuitivos e muitas vezes irracionais.

A interseção entre finanças comportamentais e teorias econômicas tradicionais, como a Teoria da Utilidade Esperada e a Hipótese de Eficiência de Mercado, também é recorrente. Enquanto as teorias clássicas assumem racionalidade ilimitada (Mendes & Yu, 2009; Ferreira & Ujkl, 2003), as abordagens comportamentais destacam falhas cognitivas que distorcem a avaliação de riscos e oportunidades. A Teoria do Prospecto (Kahneman & Tversky, 1979) explica, por exemplo, como a tendência a favorecer ganhos sobre perdas pode levar gestores a superestimar o sucesso de investimentos de alto risco.

No contexto da estrutura de capital, Silva *et al.* (2017) e Andrade & Lucena (2021) conectam o excesso de confiança ao comportamento decisório na escolha entre fontes de financiamento. Gestores excessivamente confiantes podem assumir níveis de endividamento superiores ao ideal (Silveira *et al.*, 2013) ou subestimar a necessidade de capital externo, mesmo quando a Teoria da Pecking Order sugeriria cautela (Andrade & Lucena, 2021).

Além disso, as teorias de governança corporativa, como a Teoria do Conselho de Administração, também são frequentemente integradas ao estudo do excesso de confiança. Silva *et al.* (2017) e Lunardi *et al.* (2021) indicam que mecanismos como conselhos de administração diversificados podem mitigar os efeitos da confiança excessiva, promovendo maior transparência e controle estratégico. Moreira *et al.* (2023), utilizando a Teoria da Agência, destacam que gestores confiantes podem distorcer informações, ampliando a assimetria entre investidores e administração. O Princípio de Pollyanna (Matlin & Stang, 1978) reforça que o otimismo excessivo pode gerar decisões baseadas em percepções irrealistas do futuro.

Em síntese, os estudos convergem para uma crítica à racionalidade econômica tradicional, evidenciando a relevância das teorias comportamentais para compreender decisões

financeiras e de governança. Ao integrar Teoria do Prospecto, Teoria da Agência, Teoria do *Trade-off* e Teoria da *Pecking Order*, esses trabalhos demonstram como o excesso de confiança afeta decisões estratégicas e sugerem soluções, como governança diversificada e regulação da tomada de decisão, para mitigar seus efeitos negativos. A tabela 24 resume os objetivos e resultados das pesquisas analisadas.

Tabela 24 - Objetivos e Resultados dos trabalhos nacionais (Excesso de Confiança)

Autores	Objetivo Central	Resultados
Santos, Prazeres, Socio & Araújo (2024)	Investigar a influência do viés do otimismo e do excesso de confiança sobre o gerenciamento de resultados no contexto da crise econômica derivada da pandemia de Covid-19	O excesso de confiança ampliou o gerenciamento de resultados, mas a crise reduziu essa prática nas empresas brasileiras. Gestores otimistas e excessivamente confiantes possuem uma percepção dissonante da relação risco/retorno para com o mercado e, em função disso, são mais propensos a gerenciar resultados com a finalidade de reportar resultados condizentes com suas expectativas enviesadas.
Moreira, Lopes, Lucena & Martins (2023)	Analisar a relação entre o excesso de confiança dos CEOs e o Risco de Relatórios Financeiros Fraudulentos (RRFF) das empresas brasileiras de capital aberto.	Excesso de confiança reduz RRFF. O excesso de confiança tem impacto na qualidade das demonstrações contábeis. Empresas menores e mais endividadas têm maior RRFF. A ausência da participação feminina como CEO pode aumentar o RRFF.
Andrade & Lucena (2021)	Verificar qual a influência do excesso de confiança gerencial na definição da estrutura de capital de empresas que realizaram Ofertas Públicas de Ações (<i>IPOs</i>).	O excesso de confiança não se relaciona com a situação específica das ofertas públicas iniciais. Crescimento impacta endividamento de curto prazo; tamanho da empresa e rentabilidade afetam alavancagem no longo prazo.
Lunardi, Beuren & Klann (2021)	Analisar o efeito moderador da expertise financeira do conselho de administração na relação entre o excesso de confiança dos executivos e a qualidade da evidência contábil.	Expertise financeira reduziu excesso de confiança e melhorou a qualidade da evidência contábil. A qualidade da evidência contábil apresenta relação negativa com o excesso de confiança.
Costa, Correia & Lucena (2019)	Verificar como o excesso de confiança dos gestores pode interferir nas decisões da estrutura de capital da organização, tanto no mercado brasileiro como no norte-americano.	Excesso de confiança impacta a alavancagem, com maior efeito nos EUA. Idade e desempenho reduziram alavancagem no Brasil; educação e dualidade do CEO aumentaram.
Crabbi, Pereira & Silva (2019)	Verificar a relação do viés cognitivo excesso de confiança entre profissionais de mercado e estudantes de graduação.	Profissionais demonstraram mais excesso de confiança. Estudantes tiveram melhor precisão, mas menor calibração nas previsões.
Santos, Azevedo, Assunção & Mól (2019)	Investigar os fatores determinantes do excesso de confiança em estudantes do curso de Ciências Contábeis matriculados em quatro instituições de Ensino Superior localizadas na cidade de Natal-RN	Estudantes são vulneráveis ao viés. Idade, gênero masculino, indivíduos casados e divorciados, empregados e empresários, e estudantes que auferem renda acima de nove salários-mínimos podem ser consideradas fatores determinantes para o grau de excesso de confiança.
Magro, Gorla & Klann (2018)	Identificar a influência do excesso de confiança de gestores nas práticas de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na BM&Fbovespa	Menor excesso de confiança favorece o gerenciamento de resultados. Alavancagem e pagamento de dividendos impactam essa prática.
Silva, Cunha &	Analisar a influência do excesso de confiança e otimismo gerencial sobre a estrutura de capital de	Empresas não aderentes à diversidade no conselho de administração possuem maior

Ferla (2017)	firmas brasileiras aderentes à diversidade no conselho de administração	excesso de confiança e otimismo gerencial no endividamento.
Silva, Mondini, Silva e Lay (2017)	Analisar a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de empresas cinquentenárias e não cinquentenárias brasileiras	Gestores de empresas não cinquentenárias demonstram maior excesso de confiança e otimismo. Essas empresas possuem maior volume de ações em tesouraria e maior alavancagem contábil e de mercado.
Silveira, Maia, Saes e Cruz Júnior (2013)	Verificar a existência de excesso de confiança em relação aos preços de venda em um grupo de cafeicultores e caracterizar os produtores com tal atributo	Cerca de 39% dos produtores apresentaram excesso de confiança nos preços da safra e entressafra, e 47,5% apenas na safra. Produtores com alta propensão ao risco e pouco conhecimento em derivativos mostraram maior excesso de confiança. Já aqueles avessos ao risco e com maior conhecimento apresentaram menor excesso de confiança.
Pimenta, Borsato & Ribeiro (2012)	Verificar se as decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento são influenciadas pelo viés de excesso de confiança e pelas características sociodemográficas desses indivíduos	Excesso de confiança impacta decisões. Nível de instrução, experiência e estratégia de investimento afetam percepção de risco e tomada de decisão.
Sampaio, Bruni, Lima Filho & Cordeiro Filho (2012)	Analisar a presença do excesso de confiança em práticas relacionadas ao orçamento empresarial.	Excesso de confiança presente nas decisões orçamentárias, com aumento conforme envolvimento na elaboração do orçamento.
Mendes-da-Silva & Yu (2009)	Verificar associações entre idade e senso de controle, analisando os efeitos mediadores de outras características pessoais e sociais	Relação em U invertido: senso de controle cresce até 41 anos e depois declina. Educação e percepção de saúde influenciam essa relação.
Barros & Silveira (2008)	Investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas, introduzindo uma perspectiva comportamental focada nos vieses cognitivos de otimismo e excesso de confiança dos gestores.	O excesso de confiança eleva a alavancagem. Empresas geridas por "empreendedores" são mais endividadas do que as lideradas por "profissionais".
Bogea & Barros (2008)	Identificar possíveis falhas cognitivas apresentadas pelo investidor individual brasileiro durante seu processo decisório no mercado acionário nacional. Especificamente, o estudo busca verificar a ocorrência do efeito disposição e dos vieses da ancoragem com ajustamento insuficiente e do excesso de confiança.	Investidores apresentaram excesso de confiança e viés de ancoragem. O efeito disposição foi identificado em 38,7% da amostra. Não foram encontradas associações significativas entre as falhas cognitivas (excesso de confiança e efeito disposição) e as características pessoais dos investidores.
Ferreira & Ujkl (2003)	Avaliar se os profissionais de finanças cometem erros sistemáticos em suas atividades, especificamente se apresentam a tendência de superestimar a validade de seus próprios julgamentos, incorrendo no viés conhecido como excesso de confiança.	Excesso de confiança variou com o tempo e informação disponível. Experiência e idade impactaram as previsões; mulheres demonstraram menor excesso de confiança.

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

Os estudos analisados aprofundam a compreensão do impacto do excesso de confiança em contextos organizacionais e financeiros, mostrando como esse viés afeta decisões estratégicas e a qualidade da informação contábil. Evidencia-se sua influência sobre o gerenciamento de resultados (Santos *et al.*, 2024; Magro, Gorla & Klann, 2018), a estrutura de capital (Costa, Correia & Lucena, 2019; Andrade & Lucena, 2021) e a qualidade da

evidenciação contábil (Lunardi, Beuren & Klann, 2021). Diversidade no conselho de administração (Silva, Cunha & Ferla, 2017) e expertise financeira (Lunardi, Beuren & Klann, 2021) surgem como moderadores importantes para mitigar esse viés.

Estudos recentes, como Moreira *et al.* (2023), ampliam a discussão, relacionando excesso de confiança ao risco de relatórios financeiros fraudulentos, com maior vulnerabilidade em empresas menores e mais endividadas. Características pessoais dos gestores, como idade, experiência e escolaridade, também modulam a manifestação do viés (Pimenta *et al.*, 2012; Santos *et al.*, 2019).

As sugestões de pesquisa futura destacam a necessidade de aprimorar as metodologias de mensuração do excesso de confiança e explorar suas interações com outras variáveis comportamentais e organizacionais. Por exemplo, Santos *et al.* (2024) sugerem a utilização de técnicas de *machine learning* para mensurar o excesso de confiança, enquanto Moreira *et al.* (2023) propõem a inclusão de variáveis de governança corporativa como moderadoras. Essas recomendações apontam para a importância de abordagens multidisciplinares e metodologias inovadoras para capturar a complexidade do viés.

Em síntese, os resultados dos estudos analisados avançam na compreensão do excesso de confiança como um fenômeno multifacetado, influenciado por fatores individuais, organizacionais e contextuais. Além disso, as formas de captação do Excesso de Confiança, dada sua natural complexidade, tende a variar.

A tabela 25 explicita as formas que o excesso de confiança foi metrificado nos estudos brasileiro, evidenciando as diferentes facetas das proxies adotadas.

Tabela 25 - Proxies para captação do Excesso de Confiança (trabalhos nacionais)

Variável	Descrição	Fonte
Excesso de Confiança (Tom)	Mensurado pela análise de conteúdo dos relatórios de administração, seguindo a estratégia de Tran <i>et al.</i> (2020) e o Princípio de Pollyanna de Matlin e Stang (1978). A mensuração envolveu a captura da tendência do uso excessivo de palavras positivas nos relatórios de administração. Para cada relatório financeiro, foi calculado um tom médio pretendido pelos gestores. Um tom positivo indicava uma maior proporção de sentenças positivas em relação às negativas ou neutras, sugerindo maior otimismo e excesso de confiança. A variável assume valor 1 se o tom estiver no quartil mais alto e 0 caso contrário.	Santos <i>et al.</i> (2024)
Excesso de Confiança (indicadores externos)	Mensurado por meio de um conjunto de variáveis representativas dos atributos do excesso de confiança dos executivos: alavancagem financeira, volume de ações em tesouraria, controle familiar e volume de pagamento de dividendos. Agregadas pela metodologia TOPSIS.	Moreira <i>et al.</i> (2023)
Excesso de Confiança (vendas)	Utilizado o índice geral de confiança proposto por Kermani, Kargar e Zarei (2014), baseado nos investimentos efetuados em ativos e calculado por meio da regressão: $\Delta Vendas = \beta_0 + \beta_1 * \Delta Ativos + \varepsilon$. O termo de erro (ε) corresponde ao indicador de confiança dos gestores. Um sinal positivo do termo de erro indica excesso de confiança gerencial, enquanto sinais negativos implicam pessimismo.	Andrade e Lucena (2021)

Excesso de Confiança (investimentos e aquisições)	Usa três construtos de Schrand e Zechman (2012): (1) Excesso de investimento: determinado pelos resíduos da regressão dos gastos de capital em função das vendas e do valor contábil dos ativos; (2) Excesso de aquisições: quando as aquisições estiveram acima da mediana do setor no ano; (3) Política de endividamento: a dívida de longo prazo foi dividida pelo valor de mercado da empresa, e comparada com a mediana do setor no ano, o que indica o excesso de endividamento da empresa, portanto, recebia 1 e caso contrário, 0. A empresa que apresentasse pelo menos dois dos construtos acima da mediana do setor era classificada com valor 1.	Lunardi <i>et al.</i> (2021)
Excesso de Confiança (perfil)	Mensurado por meio das características do perfil dos gestores: idade, gênero, educação, desempenho passado, experiência, foto do perfil e dualidade CEO/Chairman. Um Índice de Excesso de Confiança (IEC) foi construído a partir da soma da pontuação de cada característica. Adicionalmente, o índice também foi calculado por meio da técnica de Análise de Componentes Principais (ACP).	Costa <i>et al.</i> (2019)
Excesso de Confiança (indicadores externos)	Mensurado por meio de proxies como volume de ações em tesouraria, volume de dividendos pagos, alavancagem financeira e empresas familiares. As variáveis foram agregadas por meio da técnica TOPSIS.	Magro <i>et al.</i> (2018)
Excesso de Confiança (questionário)	Mensurado por meio de um questionário com questões de conhecimento geral e questões específicas para identificar a existência do viés de excesso de confiança. Outros autores deram base a construção das questões em cada um dos trabalhos.	Mendes & Yu (2009); Pimenta <i>et al.</i> (2012); Sampaio <i>et al.</i> (2012); Silveira <i>et al.</i> (2013); Boguea e Barros (2008); Crabbi <i>et al.</i> (2019); Santos <i>et al.</i> (2019)
Excesso de Confiança (experimento)	Mensurado por meio de três experimentos com profissionais de finanças. O excesso de confiança foi calculado como a diferença entre a proporção de sucessos esperada e a proporção de sucessos reais em previsões de índices financeiros. Os experimentos analisaram a influência de novas informações e características pessoais (gênero, idade e experiência) no viés.	Ferreira e Ujkl (2003)
Excesso de Confiança (empreendedores)	Utilizado como proxy a posse de ações da própria empresa pelo gestor e a classificação dos gestores como "empreendedores" (fundadores ou que gerenciam o próprio negócio) ou "não-empreendedores" (profissionais).	Barros e Silveira (2008)
Excesso de Confiança (ações em tesouraria)	Mensurado por meio de ações em tesouraria como proxy para otimismo e excesso de confiança.	Silva <i>et al.</i> (2017); Silva <i>et al.</i> (2017)

Fonte: Dados de pesquisa (2025)

A mensuração do excesso de confiança nas pesquisas brasileiras apoia-se em achados internacionais e adota uma abordagem multifacetada, refletindo a complexidade desse viés comportamental e a diversidade metodológica para capturá-lo.

De modo geral, as *proxies* utilizadas podem ser classificadas em três grandes categorias: análises de conteúdo e decisões gerenciais (internas), variáveis observáveis relacionadas ao comportamento dos gestores (externas) e métodos diretos como questionários e experimentos. Cada abordagem oferece diferentes perspectivas sobre como o excesso de confiança se

manifesta nas decisões corporativas, alinhando-se aos postulados teóricos que associam esse viés a comportamentos gerenciais sistematicamente otimistas e arriscados.

As *proxies* internas buscam evidências do viés a partir de decisões internas da empresa ou do discurso gerencial. Por exemplo, Santos *et al.* (2024) utilizam a análise de conteúdo dos relatórios de administração, baseando-se no Princípio de Pollyanna (Matlin e Stang, 1978) e na metodologia de Tran *et al.* (2020), para mensurar o tom otimista do discurso. Essa abordagem se alinha ao postulado de que a autopercepção inflada pode levar a interpretações enviesadas da realidade, o que se traduz em discursos mais otimistas.

Outras *proxies* internas derivam diretamente das decisões financeiras. Lunardi *et al.* (2021) utilizam os resíduos de regressões que relacionam gastos de capital e aquisições ao desempenho financeiro para identificar excessos em investimentos e endividamento. De maneira semelhante, Andrade e Lucena (2021) adotam os resíduos da regressão entre variações de vendas e ativos para capturar desvios não explicados por fundamentos econômicos, partindo do pressuposto de que gestores excessivamente confiantes investem além do racional, o que ressoa com o modelo de Schrand e Zechman (2012). Essas medidas reforçam a premissa de que o excesso de confiança leva a decisões mais arriscadas e a um comportamento expansivo, ainda que desprovido de bases econômicas sólidas.

As *proxies* externas capturam características estruturais que refletem o viés de forma indireta. Magro *et al.* (2018) e Moreira *et al.* (2023) utilizam variáveis como volume de ações em tesouraria, alavancagem financeira e controle familiar, agregando-as via metodologia TOPSIS para criar um índice composto. Altos níveis dessas variáveis indicam posturas mais confiantes e agressivas por parte dos gestores, consistentes com a teoria do excesso de confiança, que prevê subestimação de riscos e superestimação de capacidades (Schneck & Hautz, 2024). Essa abordagem reforça a visão de que características organizacionais podem refletir traços comportamentais dos tomadores de decisão.

Ademais, algumas pesquisas exploram características pessoais dos gestores como *proxies* de excesso de confiança. Costa *et al.* (2019) propõem um Índice de Excesso de Confiança baseado em variáveis como idade, gênero, experiência e a dualidade CEO/*Chairman*, partindo da premissa de que determinadas características pessoais aumentam a probabilidade de comportamento confiante.

Em uma linha semelhante, Barros & Silveira (2008) utilizam a posse de ações da própria empresa e a classificação dos gestores como "empreendedores" ou "não-empreendedores" para inferir o viés, argumentando que o envolvimento direto no capital próprio intensifica a percepção de controle e competência.

Algumas variáveis de controle são recorrentes em múltiplos estudos, sugerindo que certos fatores são considerados cruciais para compreender a relação entre o excesso de confiança e os desfechos analisados, como: tamanho da empresa (Santos *et al.*, 2024; Moreira *et al.*, 2023; Andrade e Lucena, 2021; Lunardi *et al.*, 2021; Costa *et al.*, 2019; Magro *et al.*, 2018; Barros e Silveira, 2008), retorno sobre os ativos (Moreira *et al.*, 2023; Lunardi *et al.*, 2021; Magro *et al.*, 2018; Silva *et al.*, 2017), endividamento, em suas diferentes formas (curto, longo prazo ou total) (Andrade e Lucena, 2021; Lunardi *et al.*, 2021; Magro *et al.*, 2018), *Market-to-Book* (Santos *et al.*, 2024; Lunardi *et al.*, 2021; Silva *et al.*, 2017) e aspectos sociodemográficos como gênero e idade (Moreira *et al.*, 2023; Crabbi, Pereira e Silva, 2019; Santos *et al.*, 2019; Ferreira e Ujkl, 2003).

APÊNDICE H - Relacionamentos evidenciados entre as temáticas (Artigos Nacionais)

Para identificar as proximidades temáticas que os dois *corpus* nacionais (*Guidance* e Excesso de Confiança) de pesquisam compartilha, foi realizado a aglutinação dos objetivos, perspectivas teóricas abordadas e principais contribuições dos trabalhos para verificar as similitudes lexicais que partilham. Esta análise apoia-se na teoria dos grafos, possibilitando a verificação das coocorrências entre as palavras e seu resultado traz indicações da conexão entre elas, auxiliando na identificação de padrões nas pesquisas realizadas.

Assim, com base na análise da concatenação dos trabalhos nacionais relacionados ao *Guidance* e excesso de confiança, foi possível gerar um mapa de similitude de palavras e, a partir dele, identificar as tendências exploradas no Brasil e os pontos de convergência entre os temas. A figura 8 conecta os dois constructos a partir da coocorrência de palavras, ou seja, associa termos mencionados conjuntamente e suas respectivas frequências.

Figura 8 – Similitude das palavras que compõe o corpus de estudos nacionais



Fonte: Iramuteq a partir dos dados da pesquisa (2025)

Dado que os temas ainda foram tratados de maneira conjunta no Brasil, percebe-se uma segregação entre os grupos de *Guidance* e excesso de confiança. No entanto, há uma conexão subjacente que os une: o mercado e suas dinâmicas, especialmente no que diz respeito a transparência, legitimidade, desempenho e reguladores (evidenciado na figura 8).

Esses fatores atuam como elos entre os dois conceitos, criando um cenário onde a qualidade das informações pode influenciar diretamente a percepção de risco e a propensão ao excesso de confiança por parte dos investidores e executivos. Assim como em estudos internacionais que já abordaram esses temas de maneira integrada, os trabalhos nacionais sugerem uma inclinação em direção a essa interligação, evidenciando um campo ainda pouco explorado.

Portanto, a interação entre esses temas não se limita a uma conexão teórica, mas reflete-se em elementos práticos do mercado, como políticas de divulgação, pressões de *stakeholders* e a busca por retornos. Essa perspectiva enriquece a análise, destacando a necessidade de pesquisas que explorem como as estruturas de governança e as condições do mercado modulam a relação entre *Guidance* e excesso de confiança no contexto brasileiro.

Nesse enredo, o *Guidance*, ao se concentrar na divulgação de informações corporativas e na tentativa de mitigar a assimetria informacional, também abre espaço para a análise do processo decisório do gestor ao optar por divulgar essas informações (Hribar & Yang, 2016; Li *et al.*, 2023). Sob essa ótica, surge a possibilidade da influência de vieses cognitivos, como o excesso de confiança, cujo impacto sobre o mercado é significativo. Dessa forma, a percepção dos investidores e sua interpretação dos comunicados corporativos tornam-se elementos centrais para compreender se e como um *Guidance* motivado por excesso de confiança dos gestores pode influenciar o valor de mercado das empresas (Hribar & Yang, 2016).

Assim, vale-se da ressalva que este trabalho busca preencher essa lacuna, não apenas articulando esses temas ainda pouco explorados em nível nacional, mas também evidenciando os potenciais impactos de um *Guidance* excessivamente confiante sobre o valor de mercado das companhias.

Ademais, os termos "confiança" e "excesso" está fortemente associado a termos como "profissionais", "mercado", "governança", "risco" e "conhecimento", reforçando a ideia de que a autoconfiança dos tomadores de decisão influencia diretamente estratégias de investimento, políticas corporativas e até mesmo a percepção de risco no mercado.

Além disso, conexões com "legitimidade" e "transparência" sugerem que o excesso de confiança pode comprometer a credibilidade das informações divulgadas, especialmente em contextos de crise ou pressão regulatória (termos também presentes na similitude de palavras).

"*Guidance*", por sua vez, apresenta ligações robustas com "divulgação", "mercado", "investidores", "*stakeholders*", "projeções" e "transparência", destacando seu papel central na comunicação entre empresas e agentes externos. A presença de termos como "reguladores", "políticas" e "retorno" na imagem indica que a qualidade e a precisão do *Guidance* são mediadas não apenas por decisões internas, mas também por exigências do ambiente institucional e expectativas de desempenho.

Essas interconexões demonstram que, embora *Guidance* e excesso de confiança tenham sido estudados separadamente, eles constituem facetas de um mesmo fenômeno: a interação entre decisões gerenciais, comunicação corporativa e percepção do mercado. Assim, investigar como vieses cognitivos distorcem o *Guidance* e como o mercado reage a essas distorções é essencial para compreender os mecanismos que conectam governança, transparência e valorização empresarial.