

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DE MINAS GERAIS  
CAMPUS FORMIGA  
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

RODRIGO EMILIANO DOS SANTOS

**Value Investing no Mercado Brasileiro**  
UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS FILTROS DE GRAHAM E UMA  
NOVA MÉTRICA DE VALOR INTRÍNSECO COM APLICAÇÃO  
EDUCACIONAL

PROJETO APRESENTADO AO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DO INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DE MINAS GERAIS - CAMPUS FORMIGA (IFMG - CAMPUS FORMIGA), COMO REQUISITO PARA O EXAME DE QUALIFICAÇÃO DO MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO.

ORIENTADOR: PROF. DRA MAISA KELLY DE MELO.  
COORIENTADOR: PROF. DR. WASHINGTON SANTOS SILVA.

LINHA DE PESQUISA: FINANÇAS CORPORATIVAS E INVESTIMENTOS.

FORMIGA, MINAS GERAIS  
2025

## RESUMO

Este estudo investiga a eficácia de estratégias de value investing no mercado acionário brasileiro, com foco na comparação entre os filtros clássicos adaptados por Pallazo (2018) e uma nova métrica baseada na fórmula de valor intrínseco proposta por Benjamin Graham. Utilizando dados fundamentalistas de empresas listadas na B3, são construídas carteiras de investimento que serão avaliadas em termos de retorno, risco e desempenho ajustado. Como contribuição prática, propõe-se o desenvolvimento de um aplicativo educacional que permitirá a simulação e o acompanhamento destas carteiras, promovendo a integração entre teoria financeira e prática pedagógica.

**Palavras-chave:** value investing, valor intrínseco, Benjamin Graham.

# Sumário

<b>1</b>	<b>Introdução</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Revisão de Literatura</b>	<b>6</b>
2.1	A Fórmula do Valor Intrínseco: Concepção e Aplicações . . . . .	6
2.2	Principais estudos sobre Value Investing no Brasil . . . . .	7
2.2.1	Tabela 1. Estudos sobre Value Investing no Brasil e a Utilização do Conceito de Valor Intrínseco . . . . .	12
2.3	Lacunas de Pesquisa e Justificativa . . . . .	13
2.3.1	Lacuna de pesquisa . . . . .	13
2.3.2	Justificativa . . . . .	14
<b>3</b>	<b>Objetivos</b>	<b>16</b>
3.1	Objetivo Geral . . . . .	16
3.2	Objetivos Específicos . . . . .	16
3.2.1	Produto Bibliográfico: Artigo Científico . . . . .	16
3.2.2	Produto Técnico: Aplicativo Educacional . . . . .	17
<b>4</b>	<b>Metodologia</b>	<b>18</b>
4.1	Dados e critérios de seleção . . . . .	18
4.2	Estratégias de Seleção de Ativos . . . . .	19
4.2.1	Filtros Tradicionais . . . . .	19
4.2.2	Fórmula de Graham . . . . .	20
4.2.3	Construção das Carteiras . . . . .	20
4.2.4	Métricas de Avaliação . . . . .	21
<b>5</b>	<b>Resultados Esperados</b>	<b>22</b>
<b>6</b>	<b>Cronograma</b>	<b>23</b>
	<b>Referências</b>	<b>24</b>

# 1 Introdução

A tomada de decisão no mercado de capitais, especialmente no que se refere à seleção de ações, é uma das tarefas mais complexas e cruciais para investidores que buscam retornos consistentes no longo prazo. Essa dificuldade é ainda mais acentuada em mercados emergentes como o brasileiro, onde fatores como volatilidade macroeconômica, assimetria informacional e instabilidade institucional desafiam a eficiência dos métodos tradicionais de avaliação de ativos. Nesse contexto, estratégias fundamentadas em análise fundamentalista, como o value investing, tornam-se especialmente relevantes por sua capacidade de identificar oportunidades mal precificadas pelo mercado.

Originalmente formulado por Graham e Dodd (1934), o value investing baseia-se na ideia de que é possível obter retornos superiores ao identificar e adquirir ativos cujo valor de mercado se encontra abaixo de seu valor intrínseco. Entende-se como valor intrínseco a estimativa do valor real de uma empresa, calculada com base em indicadores como lucros, patrimônio líquido e fluxo de caixa. Serve como referência para decidir se uma ação está cara ou barata. A relevância desse modelo ultrapassa o campo teórico e se manifesta na prática de investidores institucionais e individuais, sendo particularmente atrativo em mercados como o Brasil, onde as distorções de preço são mais frequentes. Apesar disso, a aplicação da fórmula de valor intrínseco proposta por Graham é raramente testada empiricamente na literatura nacional, o que evidencia uma lacuna de pesquisa relevante.

Neste estudo, propõe-se justamente preencher essa lacuna ao avaliar se uma métrica alternativa baseada na fórmula de Graham, construída a partir de indicadores de rentabilidade e patrimônio, é capaz de gerar retornos superiores em comparação aos filtros fundamentalistas adaptados por Palazzo *et al.* (2018). A pergunta de pesquisa que norteia esta investigação é: “Uma métrica baseada na estimativa do valor intrínseco proposta por Graham apresenta maior eficiência na seleção de ações no mercado brasileiro do que os filtros tradicionais adaptados por Palazzo *et al.* (2018)”. Para responder a essa questão, serão formadas carteiras de ações com base nas duas abordagens — os filtros de Palazzo e a métrica alternativa inspirada na fórmula de Graham — e seus desempenhos serão comparados a partir de indicadores de retorno e risco.

Estudos anteriores, como os de Salgueiro (2007), Pinheiro e Passos (2009), Rodrigues, Santos e Lima (2020) e o próprio Palazzo *et al.* (2018), demonstraram que estratégias baseadas em múltiplos fundamentalistas tendem a superar os benchmarks tradicionais

como o Ibovespa. No entanto, esses trabalhos utilizam filtros simplificados e não exploram diretamente modelos formais de valuation, como a fórmula do valor intrínseco de Graham. Este estudo, portanto, busca avançar a literatura ao testar essa abordagem em um cenário empírico nacional, contribuindo com evidências sobre sua eficácia.

Além da contribuição empírica, o presente trabalho também se propõe a gerar um impacto prático e educacional. Como parte dos resultados aplicados, será desenvolvido o GrahamLab, um aplicativo educacional interativo que permitirá a simulação e o acompanhamento do desempenho das carteiras formadas. A ferramenta visa democratizar o acesso ao conhecimento sobre estratégias de investimento baseadas em valor, tornando o conteúdo acessível a estudantes, professores e investidores iniciantes. O GrahamLab contribuirá, assim, para o fortalecimento da educação financeira com base em critérios técnicos e fundamentos de longo prazo.

Além desta introdução, este documento está estruturado da seguinte forma: a Seção 2 mostra a revisão da literatura realizada; a Seção 3 apresenta o objetivo geral (Seção 3.1) e específicos (Seção 3.2); a Seção 4 descreve a metodologia proposta e os dados a serem utilizados. Por fim, a Seção 5 aborda os resultados esperados da execução do projeto e a Seção 6 exibe um planejamento para a execução das próximas etapas do projeto.

## 2 Revisão de Literatura

### 2.1 A Fórmula do Valor Intrínseco: Concepção e Aplicações

Investimento em valor (Value Investing) é uma estratégia de investimento baseada na análise fundamentalista de empresas, buscando ativos que são negociados abaixo de seu valor intrínseco. Graham e Dodd (1934) foram os primeiros a propor essa metodologia, na qual investidores “de valor” procuram identificar ações ou outros ativos subvalorizados pelo mercado, com potencial de valorização no longo prazo. Essa estratégia envolve a avaliação de indicadores financeiros, como o índice preço sobre valor patrimonial (price-to-book ratio), o índice preço sobre lucro (price-to-earnings ratio) e outros critérios fundamentais.

O investimento em valor parte do pressuposto de que o mercado não é plenamente eficiente, o que abre espaço para a identificação de ativos subvalorizados em relação ao seu valor intrínseco. Conforme argumenta Damodaran (2007), embora os preços de mercado incorporem grande parte das informações disponíveis, eles nem sempre refletem de forma precisa o verdadeiro valor dos ativos, permitindo a existência de distorções temporárias. Em um mercado totalmente eficiente, essas discrepâncias seriam rapidamente corrigidas, tornando inviável qualquer estratégia de seleção baseada em fundamentos. No entanto, os proponentes do value investing sustentam que, devido a fatores comportamentais, imperfeições informacionais e reações excessivas ou insuficientes dos investidores, é possível identificar oportunidades de investimento por meio de uma análise fundamentalista criteriosa. Essa abordagem parte da premissa de que os preços podem incorporar erros de avaliação, possibilitando ao investidor paciente e disciplinado obter retornos superiores no longo prazo.

Graham é comumente conhecido como o pai da estratégia de investimento em valor (value investing) e, em seu primeiro livro, *Security Analysis*, publicado em 1934 juntamente com David Dodd, cunhou o conceito fundamental de Margem de Segurança (Margin of Safety). Segundo Graham, quanto menor o preço de compra de uma ação em relação ao seu valor intrínseco, maior será a margem de segurança oferecida ao investidor. Como regra prática, Graham sugeria que ações só deveriam ser adquiridas quando estivessem sendo negociadas por, no máximo, dois terços do seu valor intrínseco estimado — ou

seja, com um desconto de aproximadamente 33%. Essa abordagem conservadora visava proteger o investidor de erros de avaliação e incertezas do mercado, proporcionando uma zona de proteção contra perdas permanentes de capital.

Em seu segundo livro, *The Intelligent Investor*, publicado pela primeira vez em 1949, Graham e Zweig (2003) apresentam um guia conciso para ajudar investidores em suas estratégias de investimento, aconselhando a evitar erros substanciais e buscando retornos satisfatórios no longo prazo. Além disso, Graham e Zweig (2003) sugerem a aplicação de certos filtros ao analisar balanços patrimoniais para identificar empresas com as seguintes características: balanços sólidos, lucratividade e subavaliação. Muitos estudos mostram que investir em ativos com baixos índices preço sobre valor patrimonial (P/B) e preço sobre lucro (P/E), alta liquidez corrente e pagamentos consistentes de dividendos frequentemente chamadas de “ações de valor” (value stocks) oferece retornos superiores àqueles com índices mais altos.

Fama e French (1992) identificaram que ações com alto índice book-to-market (inverso do P/VPA) tendem a superar o desempenho médio do mercado, incorporando esse efeito ao seu modelo de três fatores. Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994), por sua vez, argumentam que os retornos superiores dessas ações não podem ser explicados apenas pelo risco, mas também por fatores comportamentais. Piotroski (2000) reforça essa evidência ao mostrar que ações de valor com fundamentos financeiros sólidos, especialmente liquidez e rentabilidade, tendem a ter performance ainda mais elevada.

A fórmula de valor intrínseco proposta por Benjamin Graham representa uma síntese elegante dos princípios fundamentais do value investing, combinando indicadores de rentabilidade e patrimônio com um multiplicador padronizado. Expressa pela equação  $\sqrt{22,5 \times LPA \times VPA}$ , essa métrica busca estimar o valor justo de uma ação por meio da interação entre o Lucro por Ação (LPA) e o Valor Patrimonial por Ação (VPA), ponderados por um coeficiente fixo. O fator 22,5 deriva do produto entre um limite prudencial de 15 para o índice Preço/Lucro (P/L) e 1,5 para o índice Preço/Valor Patrimonial (P/VP), valores que Graham considerava aceitáveis para empresas de qualidade com margem de segurança adequada.

## 2.2 Principais estudos sobre Value Investing no Brasil

Salgueiro (2007) representa uma das primeiras iniciativas relevantes no contexto nacional a testar a estratégia de value investing baseada nos filtros de Graham. Ao construir uma carteira fundamentada nesses critérios, o autor observou um desempenho acumulado de 646% no período analisado, em contraste com uma valorização de 227% do Ibovespa, utilizado como proxy da carteira de mercado. Com base nesses resultados, concluiu-se

que os filtros fundamentalistas propostos por Graham foram capazes de gerar retornos excedentes no mercado acionário brasileiro, mesmo em um ambiente caracterizado por maior volatilidade e menor previsibilidade em relação aos mercados desenvolvidos.

Pinheiro e Passos (2009) conduziram um estudo com abordagem semelhante à de Salgueiro (2007) porém adotaram filtros ainda mais alinhados aos critérios originalmente propostos por Graham (2007). Notadamente, os autores também incorporaram alguns indicadores não testados por outros trabalhos anteriores, conferindo ao estudo uma estrutura metodológica própria. A exemplo de Salgueiro, a carteira foi composta em uma data específica e mantida inalterada ao longo de todo o período de análise. Os resultados apontaram um desempenho acumulado de 566% para a carteira fundamentada nos filtros, em comparação com uma valorização de 219% do Ibovespa no mesmo intervalo, reforçando a efetividade da estratégia de Graham na seleção de ativos no contexto brasileiro

Almeida, Silva e Leal (2011) ao empregar uma abordagem empírica utilizando filtros fundamentalistas via quartis, múltiplos como P/L, P/VPA e ROE, demonstraram que metade das carteiras formadas a partir desses filtros apresentou alfa positivo, superando o Ibovespa, o que reforçou a viabilidade da estratégia mesmo em um ambiente emergente. Ainda que o estudo não tenha estimado diretamente o valor intrínseco dos ativos, os múltiplos empregados podem ser interpretados como proxies parciais dessa medida.

Holloway (2012) introduziu uma perspectiva diferenciada ao analisar os fatores que influenciam a permanência de ações em fundos value. A pesquisa destacou a estabilidade dos lucros, a rentabilidade sobre ativos (ROA) e a margem bruta como determinantes relevantes para a manutenção dos papéis nas carteiras, contribuindo para o debate sobre a importância de fundamentos consistentes na construção de portfólios. Destaca-se que a estabilidade dos lucros, evidenciada como fator crítico pelo autor, está implicitamente contemplada na fórmula do valor intrínseco de Graham, que utiliza o Lucro por Ação (LPA) como variável-chave. Assim, a consistência nos resultados da empresa reforça não apenas sua atratividade fundamentalista, mas também a confiabilidade da estimativa de valor proporcionada pela fórmula.

Palazzo *et al.* (2014) aprofundaram a análise sobre a aplicabilidade dos filtros de Graham no contexto brasileiro, avaliando a relevância de cada filtro tanto individualmente quanto em combinação. Holloway, Correia e Serra (2013) reforçaram a centralidade dos fundamentos contábeis nas decisões de compra e manutenção de ações por gestores de fundos, validando empiricamente que estabilidade de lucros, ROA e margem bruta são fatores decisivos nesse processo.

Zeidler (2014) introduziu no Brasil a aplicação da Magic Formula de Joel Greenblatt, estratégia que combina o retorno sobre o capital investido (ROIC) e o lucro relativo ao preço das ações (Earnings Yield). O estudo demonstrou que todas as carteiras testadas superaram o desempenho do Ibovespa, com destaque para a melhor configuração, que apresentou um CAGR de 40% e betas inferiores a um, indicando menor risco sistemático.



A Magic Formula pode ser compreendida como uma vertente moderna do value investing, com raízes conceituais na filosofia de Benjamin Graham. Enquanto Graham enfatizava a compra de ações com margem de segurança baseada no valor intrínseco calculado a partir de fundamentos como lucro por ação (LPA) e valor patrimonial por ação (VPA), Greenblatt simplificou essa abordagem ao combinar duas métricas objetivas: Earnings Yield (como proxy de preço atrativo) e ROIC (como indicador de qualidade empresarial).

Posteriormente, Milane (2016) reforçou a aplicabilidade da Magic Formula ao testar diferentes tamanhos de carteiras e períodos de permanência, validando sua eficácia especialmente em contextos de alta volatilidade. Os resultados corroboram a ideia de que a abordagem sistematizada de Greenblatt mantém a essência da análise fundamentalista de Graham, ao mesmo tempo que propicia maior replicabilidade e aderência prática por parte dos investidores individuais.

Palazzo *et al.* (2018) em uma análise empírica robusta com dados do sistema Economatica®, avaliaram a aplicabilidade dos filtros de Benjamin Graham ao mercado acionário brasileiro. Inicialmente, o comportamento histórico dos múltiplos das empresas foi analisado no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2004, considerando-se válidas para a amostra todas as ações que apresentaram ao menos uma negociação em 2004, totalizando 313 companhias e 532 ações. As carteiras foram compostas na data-base de 29 de abril de 2005 — após a divulgação dos balanços anuais — e mantidas de forma passiva até 30 de abril de 2015, totalizando dez anos de verificação. As carteiras não foram rebalanceadas, e os proventos foram reinvestidos nas mesmas ações. A seleção seguiu critérios de liquidez, escolhendo-se apenas a ação mais líquida por companhia para evitar concentração e garantir maior replicabilidade prática.

Para adaptar os filtros de Graham à realidade brasileira, os autores ajustaram os patamares de corte conforme a necessidade do contexto local, evitando a simples transposição dos parâmetros definidos nos Estados Unidos na década de 1970. Os sete filtros utilizados foram: (1) Receita operacional bruta anual superior a R\$ 300 milhões, com base na definição legal de grandes empresas; (2) Liquidez corrente mínima de 1,22, equivalente à mediana das empresas brasileiras em 2004; (3) Lucros ininterruptos nos últimos cinco anos, buscando resiliência frente aos ciclos econômicos; (4) Pagamento contínuo de dividendos nos últimos cinco anos, como evidência de geração e distribuição estável de lucros; (5) Crescimento médio anual dos lucros por ação de pelo menos 2,66% ao ano ao longo de uma década, conforme proposto por Graham; (6) Preço/Lucro (P/L) inferior a 7, como aproximação da atratividade relativa frente à taxa Selic de 2004 (17,75%); (7) Preço/Valor Patrimonial (P/VP) inferior a 1,00, ou, alternativamente, com o produto entre P/L e P/VP inferior a 7, respeitando o princípio de compensação entre os múltiplos;

A construção das carteiras seguiu uma lógica ingênua, selecionando as 10 ações mais líquidas que satisfaziam cada filtro individualmente, além de carteiras compostas com todos os filtros simultaneamente. Também foram realizadas simulações retirando-se filtros

um a um para identificar sua relevância marginal. O desempenho das carteiras foi avaliado por métricas como retorno médio anual, volatilidade (desvio padrão), índice de Sharpe, beta e alpha de Jensen, sempre sem considerar impostos ou custos de transação, buscando comparabilidade com produtos financeiros reais, como fundos de investimento.

Os resultados do estudo indicam que a aplicação dos filtros fundamentados no modelo de Graham foi, em grande parte, eficaz para gerar carteiras com desempenho superior ao Ibovespa no período de maio de 2005 a abril de 2015. Quando aplicados isoladamente, os filtros 3 (lucros ininterruptos por cinco anos), 5 (crescimento médio de lucros de 2,66% ao ano por 10 anos) e 7 (produto  $P/L \times P/VP$  menor ou igual a 7) destacaram-se por proporcionar os maiores retornos e melhores índices de Sharpe, superando não apenas o benchmark de mercado, mas também a taxa Selic. O filtro 7, em particular, apresentou o maior índice de Sharpe (0,0637), o menor beta (0,6846) e o maior alpha (0,72), evidenciando-se como o critério mais eficiente quando aplicado de forma isolada.

Entretanto, ao aplicar todos os sete filtros simultaneamente, observou-se uma carteira com retorno anualizado de 11,10% e volatilidade de 16,52%, superior ao Ibovespa em termos de risco-retorno ajustado. Para avaliar a contribuição individual de cada filtro dentro da seleção conjunta, os autores retiraram cada critério separadamente. Essa análise revelou que os filtros 2 (liquidez corrente) e 3 (lucros ininterruptos) foram os únicos cuja retirada causou queda significativa na performance da carteira, confirmando sua relevância. Já os filtros 1 (porte mínimo de R\$ 300 milhões) e 6 ( $P/L > 7$ ) mostraram-se irrelevantes, pois sua exclusão não alterou a composição nem o desempenho da carteira, sugerindo que essas condições eram amplamente atendidas pelas empresas selecionadas pelos demais critérios. Curiosamente, os filtros 4 (pagamento contínuo de dividendos), 5 (crescimento decenal dos lucros) e 7 ( $P/L \times P/VPA > 7$ ), que tiveram bom desempenho isoladamente, apresentaram efeito negativo quando utilizados em conjunto, gerando carteiras com desempenho superior quando foram retirados.

Dessa forma, o estudo evidencia que os critérios mais relevantes para o mercado brasileiro no período analisado foram aqueles relacionados à liquidez de curto prazo e à consistência nos lucros. A aplicação da metodologia de Graham, adaptada ao contexto nacional, resultou em carteiras com retornos ajustados ao risco superiores ao mercado, beta inferior a 1,00 e alpha positivo, reforçando a validade do value investing como estratégia eficaz no Brasil.

Almeida e Sales (2019) complementou essa discussão ao avaliar o impacto de diversos indicadores fundamentalistas nos retornos das ações do IBrX-100. Os autores confirmaram a relevância de múltiplos como  $P/L$ ,  $P/VPA$ , ROA e VarLL, demonstrando que tais métricas podem atuar como proxies efetivas para a seleção de ativos baseados em fundamentos.

Rodrigues, Santos e Lima (2021) contribuíram ao propor a hierarquização dos filtros de Graham, priorizando aqueles com maior poder preditivo. Além disso, incorporaram

métricas de risco ajustado, como os índices de Sharpe, Treynor e o alfa de Jensen, e ampliaram os benchmarks utilizados, incluindo CDI e IBrX, o que fortaleceu a comparabilidade e a robustez das análises.

Conceição (2021) avaliou a eficácia da Magic Formula em diferentes configurações de tamanho de carteira e horizonte de permanência. Os resultados indicaram que a estratégia superou o desempenho do Ibovespa em todas as configurações testadas, consolidando sua relevância no cenário nacional.

Batista (2022), analisou a interação entre filtros de Graham, a Magic Formula e o ciclo de vida das empresas. O estudo sugeriu que o estágio de maturidade das companhias pode influenciar significativamente a efetividade dos filtros fundamentalistas.

Rossi Júnior (2022) introduziu o conceito de rebalanceamento periódico semestral na aplicação dos filtros de Graham, demonstrando que a atualização sistemática das carteiras proporcionou desempenho superior ao modelo Buy and Hold e ao próprio Ibovespa. O estudo evidencia a relevância de uma abordagem dinâmica e contínua, voltada à constante aproximação entre o preço de mercado e o valor intrínseco dos ativos. Diferentemente de modelos que indicam o ponto de venda com base no alcance do valor intrínseco, o rebalanceamento proposto não utiliza esse critério, mantendo a estrutura dos filtros independentemente da valorização alcançada. Ainda assim, o trabalho representa um avanço importante em relação à proposta de Palazzo *et al.* (2018), ao incorporar uma lógica de atualização periódica que potencializa os ganhos da estratégia fundamentada em value investing.

Domingues, Salles e Silva (2022), realizaram uma análise comparativa entre as estratégias de Piotroski, Graham e Greenblatt, empregando modelos multifatoriais de precificação. O estudo destacou a superioridade da estratégia de Graham, que apresentou o melhor desempenho anualizado (36,14%), superando Piotroski (30,06%) e Greenblatt (21,92%), além de superar o próprio Ibovespa (9,26%).

Em uma abordagem mais recente, Barros, Almeida e Souza (2024) propuseram uma metodologia baseada em rankings setoriais trimestrais, com o objetivo de adaptar a estratégia de value investing à heterogeneidade dos setores da economia brasileira. O estudo testou carteiras de 10 e 20 ativos no período de 1998 a 2020 e demonstrou que tais carteiras superaram sistematicamente os benchmarks utilizados (Ibovespa e IBrX100).

Paralelamente a essas contribuições, a literatura nacional passou a consolidar a aplicação da Magic Formula como um complemento relevante à abordagem tradicional proposta por Graham. Estudos como Zeidler (2014), Milane (2016) e Conceição (2021) reforçaram a robustez dessa estratégia, validando sua eficácia em diferentes contextos operacionais e períodos de análise. Essa linha de pesquisa evidencia que a combinação de indicadores de rentabilidade e valor relativo pode ampliar o potencial de geração de retornos, conferindo maior consistência ao processo de seleção de ativos fundamentado em princípios do value investing.

O estudo de Viana, Lima e Martins (2024) avança ao adaptar e testar a metodologia Big Safe Dividends (BSD) no contexto brasileiro. A pesquisa demonstra que as carteiras formadas com base no BSD — um indicador composto por dez filtros financeiros associados à segurança e persistência dos dividendos — superaram consistentemente os principais índices de mercado (Ibovespa, IDIV, IBrX e IGC) no período de 2010 a 2023, tanto em retorno absoluto quanto na geração de alfa.

Embora o foco desta subseção seja a produção nacional, é relevante destacar a contribuição metodológica do estudo de Srivastava e Kulshrestha (2020) ao aplicar o modelo de Graham tanto ao Nifty 50 (Índia) quanto ao Dow Jones (EUA), no período de 2014 a 2020. Utilizando a fórmula de valor intrínseco revisada por Graham e um conjunto clássico de indicadores fundamentalistas, os autores construíram carteiras que superaram consistentemente a estratégia passiva de Buy and Hold em ambos os mercados, com destaque para os elevados Sharpe Ratios obtidos (1,31 na Índia e 1,72 nos EUA).

### 2.2.1 Tabela 1. Estudos sobre Value Investing no Brasil e a Utilização do Conceito de Valor Intrínseco

Autor(es)	Período	Objetivo	Resultados Principais	Valor Intrínseco
Salgueiro (2007)	2000–2006	Aplicação dos filtros de Graham	Retorno de 646% vs 227% do Ibovespa	Filtros tradicionais como proxy do valor
Pinheiro & Passos (2009)	2000–2007	Filtros aderentes à obra de Graham	Retorno de 566% vs 219% do Ibovespa	Estrutura fiel à proposta original; sem cálculo direto
Almeida et al. (2011)	1997–2011	Filtros via quartis	Metade das carteiras superou o Ibovespa	Múltiplos compatíveis; sem cálculo direto
Holloway (2012)	2008–2011	Permanência em fundos	ROA, lucros estáveis e margem bruta relevantes	Aplicação indireta; fundamentos ligados ao valor
Palazzo et al. (2013)	2003–2012	Teste dos filtros	Porte, liquidez e lucros consistentes foram mais eficazes	Filtros como aproximação; sem métrica formal
Holloway (2013)	2008–2011	Seleção por fundamentos	ROA, lucros estáveis e margem bruta decisivos	Alinhado à lógica do valuation
Zeidler (2014)	2002–2014	Magic Formula	Todas as carteiras superaram o Ibovespa	Valor implícito: ROIC + earnings yield

Autor(es)	Período	Objetivo	Resultados Principais	Valor Intrínseco
Galdi & Lima (2016)	2001–2011	PEAD + filtros	Surpresa de lucros melhora seleção	Proxy de subavaliação; aplicação indireta
Palazzo et al. (2018)	2005–2015	Adaptação dos filtros	Lucros consistentes e liquidez se destacaram	Sem cálculo direto; reforça fundamentos
Almeida & Sales (2019)	2009–2018	Indicadores no IBrX-100	P/L, P/VPA e VarLL entre os mais relevantes	Proxies estatísticos; sem estimação formal
Rodrigues et al. (2021)	2010–2019	Hierarquização de filtros	Melhor seleção com ranking; dividendos menos relevantes	Valuation implícito; sem fórmula unificada
Conceição (2021)	2006–2020	Magic Formula e carteira	Todas as carteiras superaram o benchmark	Aproximação objetiva de valor
Batista (2022)	2010–2021	Graham vs. Magic	Magic teve retornos anormais; ciclo relevante	Comparação entre métricas de valor
Rossi Jr. (2022)	2015–2020	Rebalanceamento + setor	Melhor desempenho ajustado ao risco	Aproximação dinâmica entre preço e fundamentos

## 2.3 Lacunas de Pesquisa e Justificativa

### 2.3.1 Lacuna de pesquisa

A análise dos estudos brasileiros revisados (Tabela 1) revela três limitações consistentes na aplicação do value investing:

- (1) Foco fragmentado em múltiplos isolados: Trabalhos como Palazzo *et al.* (2018) e Almeida e Sales (2019) testaram múltiplos fundamentalistas como P/L e P/VPA separadamente, sem integrá-los em um modelo unificado de valuation, replicando a abordagem de Fama e French (1992), porém ignorando a síntese proposta pela fórmula de Graham.
- (2) Gestão passiva de carteiras: Estudos nacionais, incluindo Rossi Júnior (2022), adotaram abordagens ‘buy and hold’ ou rebalanceamentos fixos no tempo, sem critérios dinâmicos baseados na relação preço/valor intrínseco, contrariando o princípio da margem de segurança Graham e Zweig (2003).

- (3) Subutilização da fórmula  $\sqrt{22,5 \times \text{LPA} \times \text{VPA}}$ : Apesar de citada por autores como Salgueiro (2007) e Passos e Pinheiro (2009), a fórmula nunca foi operacionalizada explicitamente como critério central para entrada e saída de ativos no mercado brasileiro, diferentemente do estudo pioneiro de Srivastava e Kulshrestha (2020) nos mercados indiano e norte-americano.

Essas lacunas sugerem a necessidade de estudos que operacionalizem integralmente a fórmula clássica do valor intrínseco proposta por Graham em um modelo integrado e dinâmico. Ao operacionalizar essa lógica, a abordagem possibilita uma investigação mais robusta sobre a relação entre o grau de subavaliação fundamental e os retornos subsequentes, testar a hipótese de convergência dos preços de mercado ao valor teórico ao longo do tempo. Com isso, o estudo avança em relação às contribuições de Palazzo *et al.* (2018) e Rossi Júnior (2022), ao integrar critérios de saída fundamentados e rebalanceamento periódico com base na margem de segurança, além de oferecer uma ferramenta analítica para identificar oportunidades com melhor relação risco-retorno e custo de oportunidade mais favorável.

### 2.3.2 Justificativa

Este estudo justifica-se por abordar especificamente as limitações identificadas na literatura através de uma abordagem estruturada em três pontos principais:

**Integração métrica:** Como a revisão mostrou uma fragmentação metodológica, este estudo propõe utilizar a fórmula clássica de Graham como núcleo decisório (em contraste com os filtros isolados de Palazzo *et al.* (2018)). Isso visa superar a fragmentação por meio de uma métrica unificada, combinando lucratividade (LPA) e base patrimonial (VPA) conforme originalmente sugerido por Graham e Dodd (1934).

**Gestão ativa fundamentada:** Avançando em relação aos rebalanceamentos calendariados de Rossi Júnior (2022), propõe-se implementar um mecanismo dinâmico de entrada e saída baseado explicitamente na margem de segurança. Essa abordagem operacionaliza diretamente o conceito proposto por Graham e Zweig (2003), usando critérios objetivos e fundamentados na convergência preço-valor intrínseco.

**Ponte empírica internacional:** Considerando a subutilização da fórmula no Brasil, este estudo propõe testar sistematicamente a fórmula de Graham no mercado nacional, estabelecendo comparações diretas com resultados internacionais, especialmente os de Srivastava e Kulshrestha (2020). Isso permitirá avaliar a eficácia e relevância global dessa abordagem em mercados emergentes.

Essas justificativas reforçam a relevância acadêmica e prática da pesquisa, com potencial de contribuir para a literatura nacional e internacional sobre estratégias fundamentadas no valor intrínseco. Conforme demonstrado, a literatura nacional sobre value

investing carece de estudos que: (a) integrem múltiplos fundamentalistas em um modelo unificado de valuation Graham e Dodd ([1934](#)), (b) implementem critérios objetivos de saída baseados na relação preço/valor intrínseco Graham e Zweig ([2003](#)), e (c) testem sistematicamente a fórmula  $\sqrt{22,5} \times \text{LPA} \times \text{VPA}$  como núcleo decisório Srivastava e Kulshrestha ([2020](#)). Este projeto aborda essas lacunas através de uma metodologia que combina integração métrica, gestão ativa fundamentada e validação empírica internacional.

## 3 Objetivos

### 3.1 Objetivo Geral

Avaliar a eficácia da fórmula de valor intrínseco de Graham como framework integrado de seleção e gestão de carteiras no mercado brasileiro, superando as três principais limitações identificadas na literatura nacional: (1) fragmentação metodológica, (2) gestão passiva, e (3) subutilização da fórmula  $\sqrt{22,5 \times LPA \times VPA}$ . A avaliação será realizada através de métricas de retorno ajustado ao risco (índice de Sharpe e alfa de Jensen), utilizando dados de empresas listadas na B3 no período de 2014-2024.

Diante das lacunas e das questões destacadas, este estudo propõe testar a seguinte hipótese:

H : A aplicação sistemática da fórmula de valor intrínseco proposta por Graham gera retornos ajustados ao risco superiores aos obtidos pelos filtros tradicionais adaptados por Palazzo et al. (2018), no mercado brasileiro no período analisado

### 3.2 Objetivos Específicos

#### 3.2.1 Produto Bibliográfico: Artigo Científico

Este artigo avalia a fórmula de Graham mediante três dimensões: (a) comparação de desempenho com os filtros de Palazzo *et al.* (2018), testando a hipótese de que a abordagem integrada produz alfas de Jensen mais significativos ( $p < 0,05$ ) no período 2014-2024, (b) validação de protocolo de saída dinâmica, e (c) benchmarking internacional comparativo com os resultados internacionais de Srivastava e Kulshrestha (2020)”

A análise será realizada por meio da construção de carteiras teóricas formadas a partir de dados fundamentalistas de empresas listadas na B3, no período de 2014 a 2024, com avaliação comparativa de métricas de retorno, risco e desempenho ajustado ao risco. Esta proposta incorpora a fórmula de Graham —  $\sqrt{22,5 \times LPA \times VPA}$  — tanto como critério de entrada (quando o preço de mercado estiver substancialmente abaixo do valor estimado) quanto como ponto de saída, caso o ativo atinja ou supere seu valor intrínseco estimado. Essa abordagem permite o rebalanceamento periódico das carteiras com base na margem de segurança residual, conferindo maior aderência à filosofia original do value investing.



Os resultados obtidos serão comparados com os achados de Palazzo *et al.* (2018), que apontaram limitações na aplicação isolada do filtro P/L inferior a 7, o qual resultou em carteiras com retornos inferiores ao benchmark e maior exposição ao risco.

### 3.2.2 Produto Técnico: Aplicativo Educacional

Como desdobramento prático deste estudo, propõe-se o desenvolvimento de um aplicativo voltado para a simulação e acompanhamento de carteiras baseadas em estratégias de value investing. O objetivo é permitir que alunos da instituição e demais interessados acompanhem, em tempo real, o desempenho das carteiras montadas com diferentes filtros de valuation, incluindo a nova métrica inspirada na fórmula de Graham.

Além disso, o aplicativo servirá como plataforma para o desenvolvimento de produtos subjacentes, como ferramentas de otimização de portfólios, análise de risco e retorno, backtests históricos e geração de relatórios automáticos. Essa iniciativa visa promover a educação financeira e a aplicação prática dos conceitos estudados, integrando teoria, tecnologia e aprendizado ativo.

Considera-se que estes dois objetivos específicos estão conectados e se complementam para atender ao objetivo geral da pesquisa. O Artigo 1 contribuirá com evidências empíricas sobre a eficácia comparativa das métricas de value investing no mercado brasileiro; e o GrahamLab aplicará os conhecimentos gerados em uma ferramenta prática com finalidade educacional, permitindo a disseminação dos resultados da pesquisa para, por exemplo, investidores individuais ou iniciantes.

## 4 Metodologia

### 4.1 Dados e critérios de seleção

O estudo abrangerá o período de 31 de dezembro de 2014 a 30 de Junho de 2024. Essa janela temporal foi selecionada com o objetivo de capturar diferentes fases do ciclo econômico brasileiro, incluindo momentos de crise, recuperação e expansão, como a recessão de 2015–2016, a retomada gradual do crescimento até 2019, os impactos da pandemia de COVID-19 em 2020 e os desdobramentos macroeconômicos recentes até 2024.

A escolha desse intervalo visa garantir a robustez da análise empírica, permitindo avaliar se os filtros de valor — incluindo a fórmula de Graham — mantêm desempenho consistente em cenários de alta volatilidade, queda de lucros, variação dos juros e diferentes níveis de confiança do mercado. Além disso, o horizonte mais amplo possibilita o cálculo de métricas como retornos acumulados, Sharpe e alfa de Jensen com maior significância estatística.

A base de dados será composta por todas as empresas listadas na B3, excluindo-se:

- (a) companhias do setor financeiro, cujos balanços não são diretamente comparáveis;
- (b) empresas que não apresentarem negociação em pelo menos 90% dos pregões do período, garantindo liquidez mínima;
- (c) ativos com dados inconsistentes ou incompletos.

Adicionalmente, os dados de preços e indicadores financeiros serão ajustados por eventos societários relevantes, como desdobramentos (splits), bonificações e dividendos, de modo a refletir com precisão o retorno econômico efetivo dos ativos e garantir a comparabilidade intertemporal dos múltiplos utilizados nos filtros.

Os dados serão obtidos da plataforma Economatica®, amplamente utilizada em pesquisas acadêmicas e análises profissionais no Brasil. A base oferece informações padronizadas, históricas e confiáveis sobre indicadores fundamentalistas, séries de preços ajustados, dados de liquidez e proventos das empresas listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.

## 4.2 Estratégias de Seleção de Ativos

### 4.2.1 Filtros Tradicionais

O estudo adota como base os sete filtros originalmente propostos por Benjamin Graham, conforme adaptados por Palazzo (2018) para o mercado brasileiro:

**Tabela: Comparação entre os filtros de Graham (2007) e Palazzo et al. (2018)**

Nº Critérios de Graham (2007)	Critérios de Palazzo et al. (2018)
1 Tamanho apropriado: receita mínima de US\$ 100 milhões para empresas industriais e ativos totais de US\$ 50 milhões para concessionárias.	Receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 300 milhões.
2 Condição financeira forte: liquidez corrente (ativos circulantes ÷ passivo circulante) maior que 2; dívida de longo prazo inferior ao patrimônio líquido.	Liquidez corrente superior a 1,22.
3 Dividendos ininterruptos por pelo menos 20 anos.	Dividendos ininterruptos por pelo menos 5 anos.
4 Sem prejuízos nos últimos 10 anos.	Lucros positivos nos últimos 5 anos.
5 Crescimento mínimo de 1/3 no lucro por ação (LPA) nos últimos 10 anos.	Crescimento de lucros de pelo menos 2,66% ao ano.
6 P/L (Preço sobre Lucro) não deve exceder 15 vezes a média dos lucros dos últimos 3 anos.	P/L inferior a 7,0.
7 P/VPA (Preço sobre Valor Patrimonial) não deve ser maior que 1,5.	P/VPA inferior a 1,0.

A construção de uma carteira fundamentada em value investing exige critérios rigorosos de seleção que assegurem a robustez financeira, a previsibilidade dos resultados e a existência de margem de segurança. Entre os filtros adotados neste estudo, destacam-se: o faturamento mínimo de R\$ 300 milhões, com o objetivo de restringir a amostra a empresas de maior porte e liquidez; o índice de liquidez corrente mínima, que sinaliza capacidade de solvência no curto prazo; e os filtros relacionados à consistência nos lucros e ao crescimento dos lucros, cuja referência baseia-se na proposta de Graham de evolução acumulada de 30% em uma década.

Além disso, adotam-se critérios de valuation clássicos como o índice Preço/Lucro (P/L), e o índice Preço/Valor Patrimonial (P/VPA, ambos alinhados ao princípio da margem de segurança. O histórico de distribuição de dividendos também é incorporado como

indicador de qualidade e compromisso com o acionista, conforme enfatizado por Graham como um dos sinais mais confiáveis de estabilidade e responsabilidade corporativa. Embora cada filtro possa ser analisado individualmente, sua eficácia reside justamente na abordagem combinada, permitindo a identificação de empresas sólidas, financeiramente resilientes e subavaliadas pelo mercado.

#### 4.2.2 Fórmula de Graham

Como critério complementar à triagem tradicional, este estudo incorpora o uso direto da fórmula do valor intrínseco proposta por Graham, definida como:

$$V = \sqrt{22,5 \times LPA \times VPA}$$

em que LPA representa o lucro por ação médio dos últimos 12 meses e VPA o valor patrimonial por ação. Essa métrica combina lucratividade e base contábil em um único indicador, permitindo estimar um valor teórico para cada ação. Alinhado ao princípio da margem de segurança, adota-se como regra de entrada ativos cujo preço de mercado esteja igual ou inferior a dois terços do valor intrínseco calculado. Por outro lado, define-se como ponto de saída o momento em que o preço se aproxima ou supera o valor intrínseco estimado, sinalizando a perda da margem de segurança e a convergência ao valor justo.

Essa abordagem permite não apenas selecionar ações com forte desconto em relação aos seus fundamentos, mas também estabelecer uma lógica objetiva para desinvestimento. Ao combinar critérios de entrada e saída baseados em valor, o modelo contribui para uma gestão mais disciplinada da carteira e para decisões fundamentadas em análise de fundamentos. A utilização sistemática dessa fórmula, conforme discutido por Srivastava e Kulshrestha (2020), está associada a melhores relações risco-retorno, sobretudo quando combinada com rebalanceamentos periódicos, conforme sugerido por Rossi Júnior (2022).

#### 4.2.3 Construção das Carteiras

A validade do value investing como estratégia de longo prazo encontra respaldo tanto em fundamentos teóricos quanto em evidências empíricas, sendo frequentemente exemplificada pelas trajetórias bem-sucedidas de investidores como Benjamin Graham e Warren Buffett, que aplicaram de forma consistente os princípios da análise fundamentalista. Como destaca Damodaran (2007), o investimento em valor baseia-se na premissa de que os preços de mercado nem sempre refletem adequadamente o valor intrínseco dos ativos, abrindo espaço para ganhos sustentáveis por meio da identificação de ativos subavaliados.

A presente pesquisa adota uma abordagem quantitativa e comparativa, com o objetivo de avaliar a eficácia da aplicação sistemática da fórmula de valor intrínseco de Graham no processo de seleção e gestão de carteiras no mercado acionário brasileiro. A estratégia

consiste na inclusão de ativos cujos preços estejam inferiores a dois terços do valor intrínseco estimado e na exclusão daqueles que atinjam ou superem esse valor, estabelecendo um ponto de saída objetivo e alinhado ao princípio da margem de segurança.

Construção e avaliação de carteiras teóricas

- (a) aplicação sistemática dos filtros fundamentalistas propostos por Palazzo *et al.* (2018), com destaque para a adaptação do critério Preço/Lucro (P/L) de forma a refletir o custo de oportunidade do capital, utilizando a taxa Selic média do período como referência para o investimento livre de risco. A construção da carteira seguirá critérios objetivos de entrada com base nesses filtros
- (b) a aplicação sistemática da fórmula de Graham —  $\sqrt{22,5 \times LPA \times VPA}$  — como critério de entrada (preço inferior a dois terços do valor intrínseco) e saída (preço igual ou superior ao valor estimado);
- (c) uma carteira ingênua composta pelos dez ativos mais líquidos dentro do universo de selecionados, com rebalanceamento trimestral;
- (d) uma carteira ingênua composta pelos dez ativos mais líquidos dentro do universo de selecionados, com rebalanceamento anual;
- (e) uma carteira ingênua composta pelos dez ativos mais líquidos formada segundo os sete filtros fundamentalistas adaptados por Palazzo *et al.* (2018), representando a abordagem tradicional da literatura nacional (buy-and-hold).

#### 4.2.4 Métricas de Avaliação

A avaliação do desempenho das carteiras será realizada com base em duas métricas clássicas de risco-retorno: o alfa de Jensen e o índice de Sharpe. O alfa de Jensen será estimado por meio do modelo CAPM, a partir de uma regressão linear entre os retornos das carteiras construídas e o retorno do Ibovespa, utilizado como proxy do mercado. O objetivo é verificar a capacidade das estratégias testadas de gerar retornos ajustados ao risco superiores ao benchmark de mercado, mesmo após o controle pelo risco sistemático.

Adicionalmente, será calculado o índice de Sharpe, definido como a razão entre o retorno excedente médio das carteiras sobre a taxa livre de risco (Selic) e a volatilidade anualizada dos retornos. Essa métrica permite avaliar o retorno obtido por unidade de risco, sendo amplamente empregada em comparações de eficiência entre estratégias. Conforme a abordagem metodológica de Palazzo *et al.* (2018), este estudo não incorpora custos de transação nem efeitos tributários, com o intuito de isolar o impacto dos critérios fundamentais sobre o desempenho das carteiras. Todos os dividendos distribuídos pelas empresas serão reinvestidos integralmente ao longo do período analisado.

## 5 Resultados Esperados

Espera-se que as carteiras construídas com base nos filtros de Graham adaptados ao mercado brasileiro, conforme propostos por Pallazo (2018), apresentem desempenho superior ao do índice de referência (Ibovespa), tanto em termos de retorno absoluto quanto de retorno ajustado ao risco, medido por indicadores como o índice de Sharpe e o alpha de Jensen.

Com a introdução da nova métrica de valor intrínseco, derivada da fórmula clássica de Graham, o estudo busca verificar se essa abordagem apresenta maior eficácia na identificação de ativos subvalorizados. Assim, espera-se que as carteiras baseadas nesse novo critério:

- 1- Alcancem retornos médios superiores aos das carteiras baseadas apenas nos múltiplos tradicionais (P/L, P/VPA, dividend yield);
- 2- Apresentem menor volatilidade do que o Ibovespa e carteiras não filtradas;
- 3- Gerem alphas positivos e estatisticamente significativos, indicando desempenho acima do mercado ajustado ao risco;
- 4- Destaquem a importância do valor intrínseco como ferramenta complementar ou alternativa às métricas tradicionais de valuation.

Além disso, espera-se que a análise comparativa entre as diferentes estratégias contribua para refinar o processo de seleção de ações sob a ótica do value investing, propondo uma alternativa mais aderente às especificidades do mercado brasileiro contemporâneo.

Por fim, como resultado aplicado, a construção do aplicativo de simulação e acompanhamento de carteiras permitirá transformar os achados da pesquisa em uma ferramenta educacional prática. Espera-se que esse recurso auxilie na disseminação da educação financeira e na compreensão dos princípios do value investing entre alunos e investidores iniciantes.

## 6 Cronograma

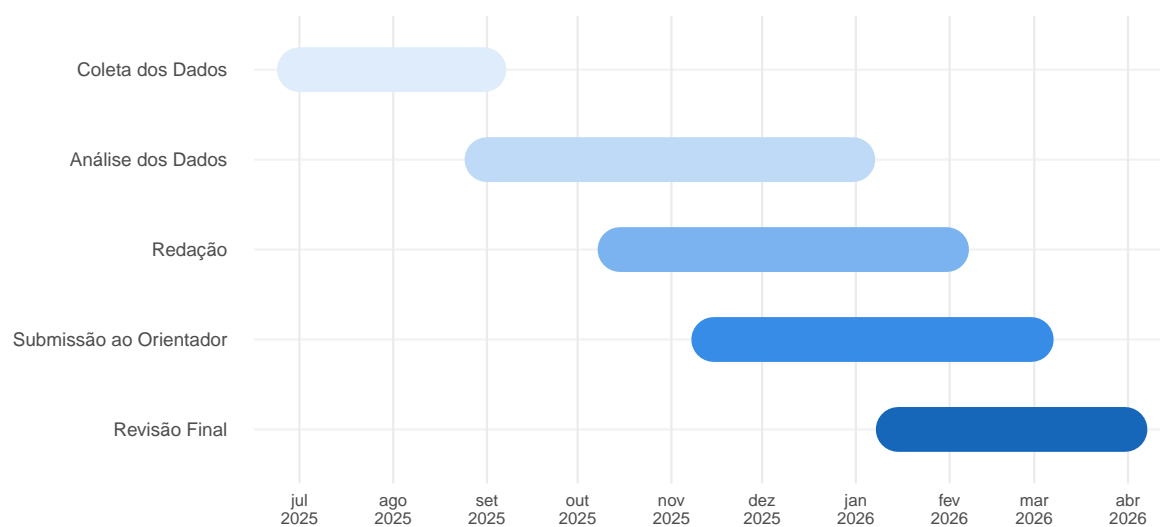


Figura 6.1: Cronograma das etapas para execução do projeto.

# Referências

- ALMEIDA, J. E. F.; SILVA, M. A. S.; LEAL, R. P. C. [Benjamin Graham no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica dos filtros fundamentalistas](#). **Revista de Administração da UFSM**, v. 4, n. 1, p. 55–73, 2011.
- ALMEIDA, M. A. DE; SALES, J. L. DE M. [Value investing no Brasil: uma análise da rentabilidade de carteiras baseadas na estratégia de Benjamin Graham](#). **Revista de Contabilidade, Finanças e Governança**, v. 22, n. 2, p. 211–229, 2019.
- BARROS, T. H.; ALMEIDA, A. C.; SOUZA, R. L. DE. [Análise da performance de estratégias de value investing no mercado acionário brasileiro: evidências entre 2012 e 2022](#). **Revista Brasileira de Finanças e Investimentos**, v. 13, n. 1, p. 22–41, 2024.
- BATISTA, P. H. S. [A estratégia de value investing baseada em filtros fundamentalistas: um estudo de desempenho no mercado acionário brasileiro entre 2011 e 2020](#). **Revista de Gestão e Finanças**, v. 11, n. 1, p. 72–91, 2022.
- CONCEIÇÃO, C. J. DA. [A estratégia de Graham e sua efetividade no mercado acionário brasileiro entre 2010 e 2020](#). **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, v. 12, n. 2, p. 101–118, 2021.
- DAMODARAN, A. [Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence](#). **Foundations and Trends in Finance**, v. 1, n. 8, p. 693–784, 2007.
- DOMINGUES, G. A.; SALLES, A. L.; SILVA, L. G. [Value investing no Brasil: uma análise empírica com dados de 2009 a 2020](#). **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, v. 33, n. 89, p. 233–251, 2022.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected stock returns. **Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427–465, 1992.
- GRAHAM, B.; DODD, D. **Security Analysis**. 1st. ed. New York: McGraw-Hill, 1934.
- GRAHAM, B.; ZWEIG, J. **The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing**. Revised ed. New York: HarperBusiness, 2003.
- HOLLOWAY, J. T. [Investimentos em ações no Brasil com base na estratégia de Benjamin Graham: um estudo empírico com carteiras de ações formadas com base em múltiplos fundamentalistas](#). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 2, p. 281–306, 2012.
- HOLLOWAY, J. T.; CORREIA, C. A.; SERRA, A. P. [Value investing no Brasil: um estudo empírico da estratégia de Benjamin Graham \(1996–2011\)](#). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 57–100, 2013.



LAKONISHOK, J.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. [Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk](#). **The Journal of Finance**, v. 49, n. 5, p. 1541–1578, 1994.

MILANE, M. [Análise do desempenho de estratégias de investimento baseadas na fórmula mágica de Joel Greenblatt no mercado brasileiro](#). **Revista de Administração da UFSM**, v. 9, n. 2, p. 275–292, 2016.

PALAZZO, V. *et al.* Análise de carteiras de valor no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 29, n. 78, p. 452–468, 2018.

PALAZZO, V. F. *et al.* **Estudo da Relevância dos Filtros de Value Investing no Mercado Brasileiro** Anais do XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...**São Paulo: Universidade de São Paulo (USP), 2014

PASSOS, V.; PINHEIRO, J. L. Estratégias de investimento em bolsas de valores: uma pesquisa exploratória na visão fundamentalista de Benjamin Graham. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 9, n. 1, p. 1–16, 2009.

PINHEIRO, F.; PASSOS, C. A. Value investing: uma análise da eficácia dos filtros de Benjamin Graham no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração da UFSM**, v. 2, n. 3, p. 388–406, 2009.

PIOTROSKI, J. D. [Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers](#). **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. Supplement, p. 1–41, 2000.

RODRIGUES, E. C.; SANTOS, S. M. DOS; LIMA, A. A. N. [A estratégia de Value Investing de Benjamin Graham no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica entre 2010 e 2018](#). **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 32, n. 2, p. 88–111, 2021.

RODRIGUES, G. DA S.; SANTOS, J. DE A.; LIMA, F. H. Eficiência dos filtros de Graham no mercado de ações brasileiro: uma análise comparativa com múltiplos benchmarks. **Revista de Administração e Finanças da Unipar**, v. 12, n. 2, p. 95–112, 2020.

ROSSI JÚNIOR, J. B. [Eficiência dos filtros fundamentalistas de Benjamin Graham na formação de carteiras de ações no Brasil \(2011–2020\)](#). **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, v. 13, n. 1, p. 45–66, 2022.

SALGUEIRO, G. C. **Comparação das filosofias de investimento de Benjamin Graham e Warren Buffett aplicadas ao mercado de ações brasileiro**. São Paulo, SP: Universidade de São Paulo (USP), 2007.

SRIVASTAVA, V. K.; KULSHRESTHA, N. [Portfolio Selection and Performance Evaluation Through Benjamin Graham's Value Investing](#). **Indian Journal of Finance and Banking**, v. 4, n. 2, p. 11–16, 2020.

VIANA, D. M. DA S.; LIMA, L. V. DE A.; MARTINS, O. S. [Dividend investing using «big safe dividends» to build equity portfolios in Brazil](#). **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 26, n. 2, p. e20230230, 2024.

ZEIDLER, S. V. [A fórmula mágica de Joel Greenblatt no mercado acionário brasileiro](#). **Revista de Administração da UFSM**, v. 7, n. 3, p. 491–506, 2014.