

Disponível em:
<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>

Race, Joaçaba, v. 13, n. 3, p. 955-978, set./dez. 2014

AVALIAÇÃO DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO DAS EMPRESAS LISTADAS NOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA: UMA APLICAÇÃO DOS FILTROS DE GRAHAM

*Assessment of investment portfolio of companies listed in the levels
of corporate governance of BM&Fbovespa: an application of Filters
Graham*

Fernanda Kreuzberg

E-mail: fernandakreuzberg@gmail.com

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-graduação da Universidade Regional de Blumenau.

Endereço para contato: Rua Antônio da Veiga, 140, Bairro Victor Konder, Campus 1, Sala D-202, 89012-900, Blumenau, Santa Catarina, Brasil.

Franciele Beck

E-mail: beck.franciele@gmail.com

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-graduação da Universidade Regional de Blumenau.

Vanderlei Gollo

E-mail: vande_gollo@unochapeco.edu.br

Mestrando em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-graduação da Universidade Regional de Blumenau.

Fabírcia Silva da Rosa

E-mail: vfabriciasrosa@hotmail.com

Professora do Programa de Pós-graduação em Contabilidade e Administração da Universidade Regional de Blumenau.

Artigo recebido em 22 de novembro de 2013. Aceito em 08 de julho de 2014.

Resumo

O objetivo da pesquisa consistiu em avaliar a carteira de investimentos das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa por meio da aplicação dos filtros de Graham em consonância ao contexto brasileiro, como proposto por Testa e Lima (2012). Para alcançar o objetivo proposto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com uma abordagem quantitativa com 148 empresas segregadas nos níveis 1 e 2 de governança e no novo mercado, perante uma análise do período de 2003 a 2012. Primeiramente, analisou-se as carteiras de investimento das empresas pela metodologia dos Filtros Graham e, na sequência, aplicou-se a análise de componentes principais para reduzir a dimensionalidade das variáveis. Os resultados indicam que o critério da estabilidade nos lucros apresentou o menor número de empresas adaptadas, seguido pelo sexto critério. Por outro lado, os critérios 1 e 7 apresentaram o maior índice de adequação. Verificou-se que apenas 22 empresas se apresentaram em conformidade com todos os sete critérios analisados pelos Filtros de Graham. Concluiu-se que o número de empresas em consonância com os critérios estabelecidos ainda é muito restrito, corroborando com Testa (2011) e Testa e Lima (2012). Por meio da aplicação da análise de componentes principais, destacando os resultados encontrados pelas matrizes de autovalores e autovetores, constatou-se que o critério 2 do filtro, que remete à liquidez das empresas, pode ser eliminado, apresentando um baixo poder explicativo.

Palavras-chave: Governança corporativa. Avaliação de carteiras de Investimento. Filtros de Graham. Análise de componentes principais.

Assessment of investment portfolio of companies listed in the levels of corporate governance of BM&FBovespa: an application of Filters Graham

Abstract

The research objective was to assess the investment portfolio of listed companies in corporate governance levels of BM&FBovespa by applying Graham filters in line to the Brazilian context, as proposed by Testa and Lima (2012). To achieve the proposed objective it was conducted a descriptive, documentary and quantitative approach with 148 companies secreted at levels 1 and 2 of governance and in the new market, before an analysis of the period from 2003 to 2012 survey. First, it was analyzed the investment portfolios of the companies by the methodology of Graham Filters and after applied the principal component analysis to reduce the dimensionality of

the variables. The results indicate that the stability criterion in profits showed a smaller number of suitable companies, followed by the sixth criterion. On the other hand, criteria 1 and 7 showed the highest rate of adaptation. It is found that only 22 companies have performed in accordance with all seven criteria examined by Graham filters. It was concluded that the number of enterprises according to the criteria is still very restricted, corroborating Testa (2011) and Testa and Lima (2012). Through the application of principal component analysis, highlighting the results found by the matrices of eigenvalues and eigenvectors, it was found that the criterion 2 filter that sends the liquidity of companies, can be eliminated, with a low explanatory power.

Keywords: Corporate governance. Evaluation of investment portfolios. Filters Graham. Principal components analysis.

1 INTRODUÇÃO

Os investimentos no mercado acionário por pessoas físicas não se configura como uma tradição no Brasil, mas os informativos e dados estatísticos da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) têm apresentado indícios constantes acerca do crescimento da participação do investidor nessa modalidade de investimentos (PASSOS; PINHEIRO, 2009; ARTUSO; CHAVES NETO, 2010; BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2013).

Algumas expressões, como incerteza, risco e retorno, são variáveis usualmente tratadas pela literatura de mercados de capitais, como associadas aos investimentos em bolsas de valores e, desse modo, figuram como um pano de fundo de grandes teorias (PASSOS; PINHEIROS, 2009). Essas teorias, segundo os autores, podem ser assimiladas e aplicadas no dia a dia dos investidores, tanto dos grandes quanto dos pequenos, por meio das ferramentas disponíveis, como os Filtros de Graham, que permitem a diversificação de uma carteira de investimentos, potencializando os resultados.

O presente estudo utilizou para o estabelecimento dos critérios dos Filtros de Graham a abordagem de Testa e Lima (2012), que adaptaram os filtros para a realidade das empresas brasileiras. Originalmente, Graham trabalhou com dez filtros, que no estudo de Testa e Lima (2012) foram reduzidos para sete. Dessa forma, tem-se os seguintes filtros: tamanho do negócio; situação financeira; estabilidade nos lucros; histórico de dividendos; crescimento do lucro; preço sobre o lucro e preço sobre o valor patrimonial da ação.

A compreensão da importância da análise fundamentalista em investimentos no mercado acionário, que tem por expoente o economista americano Benjamin Graham, é manifestada em diversos estudos identificados na literatura brasileira.

O intuito desses estudos consiste em aquecer a temática relacionada ao mercado brasileiro, risco e retorno dos investimentos, composição ideal de carteira de investimentos, entre outros desdobramentos, como verificado nas pesquisas de Passos e Pinheiro (2009), Artuso e Chaves Neto (2010), Almeida et al. (2011) e Testa e Lima (2012).

A discussão torna-se relevante justamente no que diz respeito ao momento vivido pelo mercado acionário brasileiro, marcado pelo incentivo ao desenvolvimento e pelo aquecimento dessa forma de captação de recursos pelas empresas. Indício desse movimento é obtido desde o início da aplicação dos conceitos da governança corporativa no mercado acionário brasileiro.

Segundo Fernandez, Dias e Cunha (2010), a governança corporativa é elencada na literatura como uma forma de assegurar o retorno sobre os investimentos financeiros feitos pelos seus investidores, além de ser um mecanismo capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro, refletindo, portanto no próprio valor da empresa.

A partir do ano 2000, a BM&FBovespa incrementou o incentivo do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, por meio dos segmentos especiais para a listagem das empresas, ou seja, os níveis de governança corporativa, cuja finalidade consiste em proporcionar um ambiente de negociação que associe o interesse dos investidores à valorização das companhias (BM&FBOVESPA, 2013).

Diante do exposto, o presente estudo tem por intuito investigar a seguinte problemática: Como se caracteriza a carteira de investimentos de empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, por meio da aplicação dos filtros de Graham? Desse modo, o objetivo da pesquisa consiste em avaliar a carteira de investimentos das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa por meio da aplicação dos filtros de Graham em consonância ao contexto brasileiro, como proposto por Testa e Lima (2012).

Por meio dos Filtros de Graham, é possível visualizar características que apresentam fortes influências sobre os investimentos (GRAHAM; DODD, 2005; GRAHAM, 2007). Dessa forma, a governança corporativa apresenta um papel fundamental, pois ela visa melhorar o desempenho bem como o retorno sobre os investimentos (FERNANDEZ; DIAS; CUNHA, 2010; SILVA et al., 2011).

Para tanto, a análise pautou-se em descrever os filtros que foram satisfeitos pelas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, utilizando-se, ainda, da técnica de análise de componentes principais para reduzir a dimensionalidade

das variáveis, de modo que a informação, apesar de otimizada, mantenha-se útil e eficaz na aplicação de sua finalidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico apresentam-se os itens que integram a fundamentação teórica deste estudo, considerando a sustentação da temática abordada, que perpassa pela importância da governança corporativa no incentivo ao desenvolvimento do mercado acionário Brasileiro. Na sequência, apresenta-se a discussão acerca dos filtros de Graham e de estudos desenvolvidos anteriormente relacionados à temática.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é vista efetivamente como um sistema delimitador dos direitos e responsabilidades de cada grupo de partes interessadas na empresa, visto que a transparência é um importante indicador do padrão de governança corporativa em uma economia (HO; WONG, 2001). Trata-se de um conjunto de práticas com a finalidade de aperfeiçoar o desempenho da companhia pela proteção das partes interessadas, como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital (COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS, 2002).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2013a) define governança corporativa como o sistema pelo qual as sociedades são monitoradas, de modo a envolver as diversas relações das entidades, como o conselho de administração, a diretoria, a auditoria independente, entre outras. De acordo com a Organization for Economic Development (2004), a governança corporativa envolve o conjunto de relacionamento entre a gestão da companhia, os conselheiros, os acionistas e os *stakeholders*; além de prover a estrutura necessária para atingir os objetivos, determinar a forma para atingi-los, bem como monitorar seus resultados.

O Código de Melhores práticas de governança corporativa da OECD é considerado um dos principais manuais internacionais sobre o assunto e vem buscando estabelecer um conjunto de princípios essenciais para o desenvolvimento de boas práticas. Os princípios da OECD (2004) abrangem os seguintes pontos: direitos dos acionistas; tratamento igualitário dos acionistas; posição dos *stakeholders* (eles precisam ter acesso à informação relevante); evidênciação e transparência; e responsabilidades do Conselho.

A governança corporativa teve início no Brasil em 1994, a partir das discussões em torno da criação de um órgão para definir os padrões a serem adotados pelos conselhos de administração, no intuito de reduzir suas deficiências (FERNANDEZ; DIAS; CUNHA, 2010).

O IBGC, órgão responsável pelas diretrizes da governança corporativa no Brasil, aborda os princípios por meio do seu código de melhores práticas de governança corporativa, que menciona quatro princípios básicos (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2013a).

- a) transparência: sugere que a administração deve cultivar o “desejo de informar” e não apenas fazê-lo por obrigação;
- b) equidade: significa tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam aqueles de capital ou das demais “partes interessadas”, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores (*stakeholders*);
- c) prestação de contas (*Accountability*): os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e responder integralmente pelos atos que praticarem no exercício de seus mandatos;
- d) responsabilidade corporativa: os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações.

Na literatura, é visto que as boas práticas de governança corporativa visam melhorar o desempenho, os retornos sobre os investimentos e o próprio valor da empresa.

Segundo Fernandez, Dias e Cunha (2010), a governança corporativa é uma forma de assegurar um retorno sobre os investimentos financeiros feitos pelos seus investidores, além de ser um mecanismo capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Martin, Santos e Dias Filho (2004) referem-se à governança corporativa como um sistema pelo qual o Conselho fixa mecanismos, estruturas e incentivos, que compõe o sistema de controle de gestão. De acordo com os autores, esses mecanismos devem direcionar o comportamento dos administradores ao alcance dos objetivos estipulados pelos acionistas.

Para Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2002), a governança corporativa é vista a partir da perspectiva de que as empresas de capital aberto possuem seu capital distribuído entre muitos e dispersos acionistas que exigem governança para proteger suas reivindicações residuais. Para os autores, mecanismos de governança

que monitoram as ações de gestão e limitam o seu comportamento oportunista protegem os interesses dos acionistas e os interesses dos detentores de títulos.

Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2002) apontam importantes elementos de governança corporativa, como: a estrutura de propriedade e a influência que certos acionistas exercem sobre gestão. Esses elementos desempenham um papel fundamental na determinação do potencial de transferência de riqueza entre credores e acionistas de transparência financeira, pois relatórios financeiros transparentes são fundamentais para reduzir a assimetria de informação entre a empresa e seus investidores; os direitos financeiros das partes interessadas refletem o equilíbrio de poder entre as partes interessadas (obrigacionistas e acionistas) e de gestão.

Na maioria das empresas, os gestores detêm o poder de execução e da prestação de contas ao conselho de administração e acionistas. Harris e Townsend (1981) consideram isso um risco de agenciamento e constroem três fundamentais atribuições da governança moderna.

As atribuições da governança corporativa, voltadas para o controle da gestão dos recursos são:

- a) controle da custódia, para assegurar que todas as obrigações legais e contratuais da empresa sejam atendidas e seus recursos sejam adequadamente conservados e empregados na missão empresarial;
- b) controle do desempenho: para que os recursos sejam aplicados de forma a gerar resultados para os acionistas/proprietários, e que esses recursos estejam em conformidade com suas expectativas e sua percepção dos riscos do negócio;
- c) controle da veracidade e da qualidade da informação para assegurar os administradores quanto à omissão, à ocultação, à distorção ou ao atraso da sua comunicação (HARRIS; TOWNSEND, 1981).

2.2 FILTROS DE GRAHAM

Conforme Artuso e Chaves Neto (2010), o Brasil ainda não possui uma estrutura acionária difundida para a utilização como investimentos, sendo isso motivado pelos elevados índices de inflação e por apresentar como característica uma economia emergente. Mas os autores sinalizam para um crescimento ponderado da participação no pequeno investidor.

Corroborando, Silva et al. (2011) afirmam que as empresas de países emergentes (como o Brasil) preocupam-se com o novo perfil do investidor, que busca um ambiente propício para aplicar o seu capital, de modo a tornarem elas mais competitivas e reduzirem o custo de captação de fontes de financiamento.

Considerando esse crescimento, verificam-se oportunidades de pesquisa em diferentes temas relacionados ao mercado de capital, como o *valuation*, que se refere à análise dos valores das ações (ARTUSO; CHAVES NETO, 2010). Conforme Artuso (2012), a abordagem do *valuation* consiste em uma linha fundamentalista que busca selecionar empresas que apresentem bons fundamentos financeiros, bem como sejam subavaliadas pelo mercado.

Sendo nesse contexto identificadas algumas metodologias estatísticas e matemáticas que se pautam em selecionar opções de investimentos, entre elas destaca-se a metodologia apresentada por Benjamin Graham. Graham e Dodd (2005) desenvolveram um modelo de filtragem passiva, para selecionar os ativos baseados em uma série de filtros determinados por múltiplos de mercado, além de utilizar outros indicadores econômico-financeiros.

Para a aplicação dessa metodologia de análise, deve-se observar os princípios apresentados por Graham (2007, p. 17):

- a) uma ação representa o interesse do proprietário em um negócio real, com um valor intrínseco que independe do preço da ação;
- b) o mercado é um pêndulo que sempre oscila entre o otimismo insustentável (que torna as ações muito caras) e um pessimismo injustificável (que torna as ações muito baratas);
- c) o valor futuro de todo investimento é uma função de seu preço presente; quanto mais alto ele for, menor é o retorno;
- d) nenhum investidor pode eliminar o risco de errar. Por isso a necessidade do conceito de “margem de segurança” – nunca pagar um preço elevado demais, independentemente de quanto um investimento possa ser atraente.

Desse modo, na metodologia de filtragem desenvolvida por Graham e Dodd (1951) identificam-se as características de boa gestão, baixo risco e bons lucros como necessárias para as empresas se destacarem no mercado. Essas características qualitativas apontadas pelos autores foram convertidas em informações quantitativas, para assim facilitar a identificação das empresas destaques em investimentos, conforme o Quadro 1.

Quadro 1 – Descrição dos Filtros de Graham

Filtro	Descrição
1	Um índice lucro/preço igual ao dobro do rendimento de um título de renda fixa classificado como AAA.
2	Múltiplo preço por lucro, P/L, da ação menor que 40% do P/L médio do mercado nos últimos cinco anos.
3	Taxa de dividendos maiores do que dois terços do rendimento de um título de renda fixa classificado como AAA.
4	Preço inferior a dois terços do Valor Contábil Tangível, entendido como o Patrimônio Líquido menos o Ativo Intangível.
5	Preço inferior a dois terços do Capital de Giro Líquido, compreendido como sendo Ativo Circulante menos a Dívida Total.
6	Dívida total menor que o Valor Contábil Tangível.
7	Ativo Circulante mais de duas vezes maior que o Passivo Circulante.
8	Dívida total menor que duas vezes o Capital de Giro Líquido.
9	Crescimento do lucro por ação maior do que 7% durante os últimos 10 anos.
10	Não mais do que dois anos de lucros em declínio de 5% ou mais nos últimos 10 anos.

Fonte: Graham e Dodd (1951).

Conforme Artuso e Chaves Neto (2010), os primeiros cinco critérios referem-se aos múltiplos de mercado, considerando determinada margem de segurança. Por outro lado, os autores salientam que os filtros de 6 a 8 são relativos à saúde financeira, enquanto que os outros dois restantes abordam a estabilidade dos lucros. Assim, “[...] de maneira sintética, pode-se dizer que os primeiros cinco filtros avaliam se a empresa está ‘barata’ e os cinco últimos se é uma ‘boa empresa’, a seleção de empresas ‘boas e baratas’ é o cento dos filtros de Graham.” (ARTUSO; CHAVES NETO, 2010, p. 6).

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Alguns estudos vêm sendo realizados no intuito de compreender o mercado acionário brasileiro, seu comportamento diante das adversidades econômicas, estratégias de investimentos, composição de carteiras voltadas ao interesse de pequenos investidores, entre outros.

A utilização dos filtros de Graham, inicialmente desenvolvidos para analisar o mercado norte-americano nos anos 1970, passou a se mostrar uma aplicação interessante também no cenário brasileiro, com o desenvolvimento de estudos, tanto focados nos resultados provenientes da aplicação dessa técnica quanto na própria compreensão e aperfeiçoamento dos filtros ao contexto brasileiro.

A pesquisa de Passos e Pinheiro (2009) analisa a aplicabilidade das premissas das teorias de Graham na realidade brasileira. Segundo os autores, os resultados da pesquisa, por meio da aplicação de carteiras empíricas, concluem que as ideias de Graham são pertinentes ao contexto brasileiro e, desse modo, fornecem suporte às estratégias de grandes e pequenos investidores.

Artuso e Chaves Neto (2010), focando o mercado acionário brasileiro, em específico as estratégias voltadas ao pequeno investidor, aplicaram os filtros de Graham para a seleção de ativos na Bovespa no período de 1998 a 2009. Os resultados da pesquisa denotam a presença de retornos anormais e superiores ao Ibovespa, especialmente nas carteiras montadas por um período de cinco anos. No entanto, os resultados revelam que as carteiras montadas tinham por característica uma baixa diversificação de ativos.

Almeida et al. (2011) testaram o rendimento de carteiras de ações negociadas na Bovespa, selecionadas por meio de filtros fundamentalistas de Graham (2003) e verificaram que a estratégia de investimentos pautada nos filtros fundamentalistas supera os resultados do mercado, por permitir o aproveitamento de alguns nichos de ineficiência do mercado. Contudo, apesar de ter apresentado resultados gerais bastante positivos, estes não foram superiores aos rendimentos do índice Bovespa em todos os testes realizados.

Quanto à governança corporativa, Silva et al. (2011) verificam que a adesão à prática de governança corporativa pode ser entendida como uma estratégia da empresa, no intuito de se tornar competitiva e de criar um ambiente propício para a recepção de investidores.

Testa e Lima (2012) ampliaram a discussão ao investigar os impactos da crise financeira mundial nas aplicações em bolsa de valores que utilizam a estratégia de

investimento proposta por Graham (2003), adaptada por Testa (2011). Os resultados da pesquisa indicam significância estatística por meio do teste t sobre as médias (paramétrico) e do teste de Mann-Whitney-U (não paramétrico), evidenciando, portanto, que ao nível de significância α de 0,05, a estratégia proposta não produziu retornos nominais e anormais diferentes do mercado (IBrX).

Essas pesquisas ressaltam a importância da compreensão acerca das carteiras de investimentos tanto voltadas ao risco e ao retorno dos investidores quanto para o próprio desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Os estudos indicam a necessidade de investigações que ressaltem as características do mercado brasileiro e possíveis adequações necessárias aos Filtros de Graham, ao passo de tornar sua aplicação no contexto brasileiro eficaz.

3 METODOLOGIA

Este estudo apresenta por objetivo avaliar a carteira de investimentos das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa mediante a aplicação dos Filtros de Graham. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, com procedimentos de uma pesquisa documental e com uma abordagem quantitativa das informações.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população da pesquisa abrange as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Os segmentos especiais foram criados há mais de 10 anos, pois, para proporcionar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, surgiu a necessidade da criação de segmentos diferenciados que estejam adequados aos diferentes perfis das empresas (BM&FBOVESPA, 2013).

Conforme o Código das melhores práticas de governança corporativa apresentado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009, p. 19) conceitua-se a governança corporativa como “[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.” Diante disso, constata-se que a governança possui mecanismos para maximizar a riqueza dos acionistas, bem como reduzir os conflitos de interesse entre agentes principais (BOKPIN; ISSHAQ; ABOAGYE-OTCHERE, 2011).

No ano 2000, a BM&FBovespa lançou os segmentos especiais para a listagem das empresas, cuja finalidade consiste em proporcionar um ambiente de negociação que associe o interesse dos investidores à valorização das companhias (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2013). Os níveis diferenciados de governança corporativa compreendem os segmentos do Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais. Este, último voltado para as empresas que buscam entrar no mercado de maneira gradual, sendo geralmente composto por pequenas e médias empresas. Por esse motivo, não se considerou o segmento do Bovespa Mais para a análise desta pesquisa.

Logo, a população da pesquisa é composta por 182 empresas que se encontram listadas nos segmentos do Novo Mercado (70,88%), Nível 1 (17,58%) e Nível 2 (11,54%) de governança corporativa no período de julho de 2013. Na Tabela 1, apresenta-se a delimitação população e amostra deste estudo.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa

Segmento	População	Empresas excluídas	Amostra	% representativo
Nível 1	32	8	24	16,22
Nível 2	21	8	13	8,78
Novo Mercado	129	18	111	75,00
Total	182	34	148	100

Fonte: os autores.

Considerando as informações da população selecionada para o estudo, apresentadas na Tabela 1, efetuou-se a exclusão das empresas financeiras, perfazendo um total de 34 empresas. A exclusão das empresas financeiras da amostra justifica-se pelas diferenciações apresentadas na contabilidade por esse setor, dificultando a sua comparabilidade. Logo, a amostra da presente pesquisa compreende 148 empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Verifica-se que 75% das empresas listadas pertencem ao Novo Mercado, o qual conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa, observando que as empresas nele listadas somente podem emitir ações ordinárias (com direito a voto) (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2013).

No caso do Nível 2, as empresas ainda têm o direito de manter as ações preferenciais, por exemplo. Na amostra delimitada, tem-se 8,78% das empresas pertencentes ao Nível 2. Por outro lado, o Nível 1 preza pela adoção de práticas voltadas para a transparência e ao acesso de informações pelos investidores; na presente pesquisa é representada por 16,22% das empresas selecionadas na amostra.

Assim, os níveis distinguem-se pela adoção das práticas de governança corporativa, visto que estas apresentam uma superioridade na divulgação de informações quando comparadas às empresas listadas no mercado tradicional (ROGERS; SECURATO; RIBEIRO, 2008). Ao encontro, identifica-se o estudo de Gallon, Beuren e Hein (2008), ao concluírem que as empresas que estão listadas no Novo Mercado, quando comparadas aos demais níveis de governança, apresentam por tendência a divulgação de melhores informações aos seus usuários.

3.2 COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

A coleta dos dados pautou-se nas informações referentes ao período de 2003 a 2012. Utilizou-se como referência a análise do período de 2012, porém, para alguns critérios estabelecidos pelos Filtros de Graham, verificou-se a necessidade de obter informações de um intervalo de tempo de 10 anos.

Mediante uma pesquisa com procedimentos documentais, efetuou-se a coleta das informações pelo banco de dados da Economática®. No Quadro 2, apresentam-se as variáveis coletadas, que se referem aos critérios para a aplicação dos Filtros de Graham.

Quadro 2 – Critérios dos Filtros de Graham

Identificação dos Filtros	Descrição dos Filtros
Tamanho do negócio adequado	Empresa com faturamento anual líquido maior ou igual que R\$ 300 milhões no exercício encerrado.
Boa situação financeira	Empresa com liquidez corrente (AC/PC) maior ou igual a 1 no exercício encerrado.
Estabilidade nos lucros	Constância nos lucros, ou seja, ausência de prejuízos nos últimos 10 anos.
Histórico de dividendos	Pagamento de dividendos nos últimos 10 anos.
Crescimento do lucro	Um crescimento nominal mínimo de pelo menos 30% no lucro do ano no período de 10 anos.
Preço sobre Lucro (P/L) Moderado	Preço da ação pelo lucro, na data base de análise, não pode ser maior do que 15 vezes.
Preço sobre o Valor Patrimonial da Ação (P/PVA) Moderado	O produto do P/L (Preço sobre Lucro) pelo Preço sobre o Valor Patrimonial da Ação (P/PVA), na data base de análise, não deve exceder a 22,5.

Fonte: adaptado de Testa e Lima (2012, p. 85).

Conforme o Quadro 2, verifica-se que os critérios para selecionar as empresas pelos Filtros de Graham foram adaptados à realidade brasileira por Testa e Lima (2012), sendo representados em apenas sete critérios. Enquanto que no trabalho original de Graham e Dodd (1951), voltado à realidade das empresas americanas, tem-se, ao todo, dez critérios a serem analisados.

Testa (2011) justifica a adaptação dos critérios de Graham ao cenário brasileiro em virtude das diferenças econômicas desses dois países. Primeiramente, utilizou-se para caracterizar o tamanho adequado do negócio o valor do faturamento líquido anual maior ou igual a R\$ 300 milhões, pois conforme a classificação pela legislação societária, empresas com esse faturamento são enquadradas como de grande porte. E para o ajuste da liquidez corrente, considera-se que as empresas brasileiras apresentam um maior endividamento, bem como necessitam de mais capital de terceiros para financiar as atividades (TESTA, 2011).

Estabelecidos os critérios, justifica-se que o propósito da aplicação dessa metodologia consiste em comparar as carteiras de investimentos, denominadas Carteiras de Graham, nos níveis diferenciados de governança corporativa. Dessa forma, na primeira etapa da análise dos dados, verificaram-se as empresas que cumpriam os sete critérios de Graham.

Na etapa seguinte, identificaram-se pela análise de componentes principais, as matrizes de autovalores e autovetores de modo a verificar a possibilidade de reduzir esse grupo de sete indicadores a outro grupo com menos fatores. Conforme Fávero et al. (2009), a análise dos componentes principais objetiva reduzir a dimensionalidade dos dados; a aplicação dessa metodologia encontra-se ainda justificada em Artuso e Chaves Neto (2010). A análise das componentes principais foi realizada mediante a utilização do *software SPSS* versão 20.0.

A aplicação da análise das componentes principais na contabilidade é justificada por Lima Júnior, Scarpin e Lima (2008), quando inferem sobre a sua aplicação nos índices das demonstrações contábeis, no intuito de contribuir para a explicação da situação econômica e financeira das empresas. Os autores complementam que a análise dos componentes principais facilita e auxilia a interpretação dos demonstrativos contábeis.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Para alcançar o objetivo proposto pela pesquisa, esta seção destina-se a apresentar os principais resultados encontrados. Inicialmente, descrevem-se os

filtros que foram satisfeitos pelas empresas, diferenciando-os os pelos níveis de governança corporativa. E na sequência, apresentam-se os resultados encontrados mediante a aplicação da análise de componentes principais.

4.1 ANÁLISE DOS FILTROS DE GRAHAM

Conforme Artuso e Chaves Neto (2010), a análise das carteiras de investimentos pelos filtros de Graham consiste em identificar padrões nas empresas que apresentam bons rendimentos no longo prazo.

Inicialmente, analisaram-se os critérios definidos pelos filtros de Graham das empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa. Na Tabela 2 apresenta-se o número de empresas que satisfazem cada um dos filtros analisados, bem como o percentual representativo em relação à amostra das empresas listadas no Nível 1 de governança.

Tabela 2 – Filtros de Graham das empresas do Nível 1 de Governança Corporativa

Filtros	N. de empresas que satisfazem os Filtros	% em relação à amostra
Filtro 1	24	100
Filtro 2	20	83,33
Filtro 3	11	45,83
Filtro 4	15	62,5
Filtro 5	15	62,5
Filtro 6	15	62,5
Filtro 7	24	100
Todos os Filtros	7	29,17

Fonte: os autores.

Conforme as informações apresentadas na Tabela 2, verifica-se que apenas para os filtros 1 e 7 todas as empresas estão em conformidade com os critérios estabelecidos. Ou seja, todas as empresas pertencentes ao Nível 1 apresentam um faturamento anual líquido maior ou igual a R\$ 300 milhões em 2012, bem como o produto do Preço sobre Lucro pelo Preço sobre o Valor Patrimonial da Ação não excede 22,5, considerando a análise do período de 2012.

Por outro lado, o filtro que representa a estabilidade dos lucros apresentou o menor índice de satisfação pelas empresas. Os demais filtros alcançaram a faixa de 62,50% a 83,33% de alcance. Infere-se, ainda, que apenas sete empresas, de um total de 24 satisfizeram todos os sete filtros adaptados por Testa e Lima (2012).

Na sequência, apresenta-se na Tabela 3 o número de empresas que satisfazem cada um dos filtros analisados, bem como o percentual representativo em relação à amostra das empresas listadas no Nível 2 de governança.

Tabela 3 – Filtros de Graham das empresas do Nível 2 de Governança Cooperativa

Filtros	N. de empresas que satisfazem os Filtros	% em relação à amostra
Filtro 1	13	100
Filtro 2	10	76,92
Filtro 3	7	53,85
Filtro 4	6	46,15
Filtro 5	12	92,31
Filtro 6	7	53,85
Filtro 7	12	92,31
Todos os Filtros	2	15,38

Fonte: os autores.

Em relação às empresas pertencentes ao Nível 2 de governança corporativa, verifica-se que o filtro 1 do tamanho do negócio se apresentou adequado para todas as empresas, seguido dos filtros 5 (crescimento dos lucros) e 7 (preço sobre o valor patrimonial da ação), que são apropriados em 92,31% das empresas no Nível 2 de governança.

Em contrapartida, o pagamento de dividendos, a constância dos lucros e o preço sobre o lucro foram os critérios com menor índice de alcance nas empresas. Verifica-se nas empresas pertencentes ao Nível 1 que o filtro 3 também apresentou um baixo índice de alcance.

Verifica-se, ainda, que apenas 15,38% das empresas se apresentaram adequadas nos sete critérios analisados. Infere-se que esse percentual é inferior ao apresentado pelas empresas do Nível 1 (29,17%) de governança corporativa.

Em seguida, apresenta-se na Tabela 4 o número de empresas que satisfazem cada um dos filtros e o percentual representativo em relação à amostra das empresas listadas no Novo Mercado.

Tabela 4 – Filtros de Graham das empresas do Novo Mercado

Filtros	N. de empresas que satisfazem os Filtros	% em relação à amostra
Filtro 1	103	92,79
Filtro 2	92	82,88
Filtro 3	42	37,84
Filtro 4	70	63,06
Filtro 5	82	73,87
Filtro 6	47	42,34
Filtro 7	109	98,2
Todos os Filtros	13	11,71

Fonte: os autores.

Conforme as informações da Tabela 4, em nenhum dos critérios analisados encontrou-se uma consonância de todas as empresas. Desse modo, o filtro referente ao preço sobre o valor patrimonial da ação se apresentou o mais adequado (98,20%) pelas empresas do Novo Mercado. Este resultado também foi evidenciado pelas empresas do Nível 1 de governança corporativa.

Inferre-se que o filtro 3 da constância nos lucros se apresentou o menos apropriado às empresas do Novo Mercado, bem como para as empresas do segmento do Nível 1 de Governança. Verifica-se pela Tabela 4 que apenas 11,71% das empresas do Novo Mercado estão em conformidade com os sete critérios analisados. Diante desses resultados, conclui-se que esse foi o menor índice apresentado quando comparado ao Nível 1 (29,17%) e ao Nível 2 (15,38%) de governança corporativa.

Em seguida, apresenta-se na Tabela 5, de maneira geral, o número de empresas que estão em consonância com cada um dos sete critérios de Graham.

Tabela 5 – Filtros de Graham da amostra analisada

Filtros	N. de empresas	% em relação à amostra
Filtro 1 – Tamanho do negócio adequado	140	94,59
Filtro 2 – Boa situação financeira	122	82,43
Filtro 3 – Estabilidade nos lucros	60	40,54
Filtro 4 – Histórico de dividendos	91	61,49
Filtro 5 – Crescimento do lucro	109	73,65
Filtro 6 – P/L Moderado	69	46,62
Filtro 7 – P/L vezes P/VPA moderado	145	97,97
Todos os Filtros em conformidade com os critérios	22	14,86

Fonte: os autores.

Conforme os dados apresentados, constata-se que o critério da estabilidade nos lucros apresentou o menor número de empresas adaptadas (40,54%), seguido pelo critério 6 com 46,62% das empresas em consonância. Por outro lado, os critérios 7 (145 empresas) e 1 (140 empresas) apresentaram o maior índice de conformidade. Corroborar-se com os achados de Testa e Lima (2012) que o filtro 3 que exige um longo período de lucro é o mais restritivo, aprovando poucas empresas nesse critério.

Por fim, verifica-se que apenas 22 empresas (de um total de 148), o que gera um percentual de 14,86 das empresas da amostra, estão em consonância com os sete critérios analisados pelos Filtros de Graham, adaptados por Testa e Lima (2012).

De maneira semelhante, Testa (2011) realizou um estudo com 218 empresas, analisando os critérios de investimento nos dados financeiros históricos de 1995 a 2002. O autor encontrou apenas nove empresas (entre as 218) que satisfizeram os sete critérios estabelecidos para comporem a carteira de Graham. Da mesma forma, Testa e Lima (2012) concluíram que, em média, as carteiras de investimentos eram formadas por apenas cinco empresas que atendiam a todos os critérios, visto que os autores analisaram um período de 2004 a 2009.

Esse baixo índice encontrado das empresas que estejam em consonância com todos os critérios corrobora também com o estudo de Artuso e Chaves Neto (2011), que analisaram os dez filtros do estudo original de Graham. Nenhuma empresa com liquidez suficiente de negócios satisfaz, ao mesmo tempo, os 10 critérios. E, ao analisar as empresas que satisfizessem ao menos 7 dos 10 critérios, os autores encontraram apenas 28 empresas (de um total de 332).

4.2 ANÁLISE DE COMPONENTES PRINCIPAIS

Perante a análise das componentes principais, possibilita-se a redução da dimensionalidade das informações. Conforme referenciado por Hair Júnior et al. (2005, p. 388), a análise das componentes principais “[...] é uma técnica estatística multivariada que pode sintetizar as informações de um grande número de variáveis em um número muito menor de variáveis ou fatores.” De acordo com Johnson e Wichern (2007), por meio de uma análise de componentes principais, é possível revelar relações que não seriam identificadas por outras metodologias, demonstrando como exemplo a utilização das informações do mercado de ações.

Diante das justificativas apresentadas, realizou-se a análise das componentes principais pelo *software* SPSS 20.0, observando-se a matriz de autovalores e autovetores (coeficientes das variáveis por componentes), de modo que sejam gerados sete componentes. Na Tabela 6 apresentam-se os resultados obtidos pela Matriz de Autovalores.

Tabela 6 – Autovalores das componentes principais

Componente	Total	% de variação	% cumulativa
1	3,51	50,19	50,19
2	1,55	22,19	72,37
3	1,02	14,62	86,99
4	0,69	9,81	96,81
5	0,16	2,26	99,07
6	0,04	0,62	99,69
7	0,02	0,31	100

Fonte: os autores.

Conforme os resultados apresentados, considera-se apenas as componentes cujos autovalores sejam superiores a 1. Esse critério estabelecido para análise encontra-se fundamentado em Johnson e Wichern (2007).

Nesse caso, verifica-se pela Tabela 6 que apenas três componentes atendem a esse critério, visto que estas explicam, conjuntamente, 86,99% da variância. Infere-se, ainda, que a primeira componente explica de maneira individual 50,19% da variância.

Para as demais componentes que apresentaram os autovalores inferiores a 1, estas podem ser consideradas fracas em sua variância, explicada conforme indicado por Johnson e Wichern (2007). Ainda de acordo com esses autores, é possível também excluir as variáveis que carregarem nessas componentes com autovalor inferior a 1. A Matriz dos Autovetores é apresentada na Tabela 7:

Tabela 7 – Coeficientes das variáveis por componentes

	Componente						
	1	2	3	4	5	6	7
1,	,857	,340	,215	-,123	,295	,004	-,046
2,	-,364	,578	-,357	,632	,080	,003	,000
3,	,875	,402	,123	,076	-,184	,138	-,009
4,	-,085	-,478	,747	,453	,025	,011	-,001
5,	,906	,341	,166	,082	-,085	-,130	,069
6,	,679	-,603	-,372	,107	,123	,062	,080
7,	,770	-,483	-,332	,208	-,087	-,060	-,09

Fonte: os autores.

Perante a análise da Matriz dos Autovetores, busca-se identificar as variáveis a serem excluídas no modelo. Logo, busca-se apenas aquelas variáveis que possuíram seu maior escore em algum fator que apresentou autovalor inferior a 1, ou seja, analisa-se apenas as componentes 4, 5, 6 e 7.

Por exemplo, as variáveis (critérios dos Filtros de Graham) 1, 3, 5, 6 e 7 carregaram mais na Componente 1. Por outro lado, a variável 4 apresentou maior carga na Componente 3. Diante desses resultados, conclui-se que essas variáveis estão ajustadas de forma correta no modelo, pois os autovalores das Componentes 1 e 3 são superiores a 1.

Mas, analisando a variável 2, identificada na Tabela 7, apresentou maior carga na Componente 4. Por sua vez, conforme verificado pela Tabela 6, a Componente 4 apresentava um autovalor inferior a 1. Assim, conforme indicado por Johnson e Wichern (2007), essa variável será excluída.

Conforme Testa e Lima (2012), os resultados de seu estudo para o filtro 2 referente à liquidez das empresas, visualizam um cenário de crescimento de empresas aprovadas nesse critério, exceto no período de 2008. Justificando os autores, salientam-se como consequências geradas pela crise financeira mundial a dificuldade de acesso a linhas de crédito, de modo que isso venha a refletir e a interromper novos investimentos. Logo, impacta-se na redução do quociente entre ativo e passivo circulante.

Dessa forma, identifica-se no presente estudo a possibilidade de aplicar a metodologia dos Filtros de Graham, apenas com seis critérios, sendo excluída do Filtro a que representa a Situação Financeira por meio do indicador Liquidez Corrente, cujo valor deverá ser maior ou igual a 1 no exercício encerrado.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo buscou avaliar a carteira de investimentos das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa por meio da aplicação dos filtros de Graham. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com uma abordagem quantitativa das informações.

A população selecionada para os estudos compreende as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Para tanto, a amostra delimita-se à análise de 148 empresas, segregadas nos Níveis 1 e 2 de governança e no Novo Mercado. A coleta dos dados pautou-se nas informações referentes ao período de 2003 a 2012. Utilizou-se como referência a análise do

período de 2012, porém, para alguns critérios estabelecidos pelos Filtros de Graham, verificou-se a necessidade de obter informações de um intervalo de tempo de 10 anos.

Para estabelecer os critérios dos Filtros de Graham, utilizou-se a abordagem de Testa e Lima (2012), que adaptaram os filtros à realidade das empresas brasileiras, reduzindo o número de filtros para sete. Dessa forma, tem-se os seguintes filtros: 1) tamanho do negócio; 2) situação financeira; 3) estabilidade nos lucros; 4) histórico de dividendos; 5) crescimento do lucro; 6) preço sobre o lucro e 7) preço sobre o valor patrimonial da ação.

Para tanto, a análise pautou-se em descrever os filtros que foram satisfeitos pelas empresas e, por fim, utilizou-se a técnica de análise de componentes principais para reduzir a dimensionalidade das variáveis.

Os resultados indicam que o critério da estabilidade nos lucros apresentou o menor número de empresas adaptadas, seguido pelo sexto critério. Por outro lado, os critérios 1 e 7 apresentaram o maior índice de adequação. Verifica-se que apenas 22 empresas se apresentaram em conformidade com os sete critérios analisados pelos Filtros de Graham. Conclui-se que o número de empresas em consonância com os critérios estabelecidos ainda é muito restrito, corroborando com os resultados de Artuso e Chaves Neto (2011), Testa (2010) e Testa e Lima (2012).

Por meio da aplicação da análise de componentes principais, destacando os resultados encontrados pelas matrizes de autovalores e autovetores, constata-se que o critério 2 do filtro que remete à liquidez das empresas pode ser eliminado, em razão do seu baixo poder explicativo no modelo apresentado no presente estudo.

As principais contribuições do estudo remetem a auxiliar o investidor a tomar a melhor decisão. De maneira que as ideias introduzidas por Graham são aplicáveis à realidade brasileira, fornecendo suporte estratégico tanto para o pequeno quanto para o grande investidor, corroborando com Passos e Pinheiro (2009). As estratégias vinculadas à adoção dos filtros supera os resultados do mercado, permitindo o aproveitamento de alguns nichos de ineficiência do mercado (ALMEIDA et al., 2011). Em relação à governança corporativa, corrobora-se com Silva et al. (2011), pois verifica-se ser uma estratégia adotada pelas empresas, tornando-as mais competitivas de modo a criar um ambiente mais receptivo aos investidores. Para futuras pesquisas, sugere-se uma análise mais aprofundada dos efeitos gerados pela baixa adequação das empresas a todos os critérios dos filtros. Sugere-se ainda a aplicação dos Filtros, considerando a proposta do presente estudo em utilizar apenas seis filtros para avaliar a carteira de investimentos.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, V. G. A. et al. Teste da aplicação de critérios de análise fundamentalista às ações negociadas na Bovespa: 1997-2011. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 14., 2011. **Anais...** São Paulo, 2011.

ARTUSO, A. R. **Análise multivariada e Filtros de Graham**: reconhecimento de padrões aplicado ao mercado acionário brasileiro. 2012. 284 p. Tese (Doutorado em Métodos Numéricos em Engenharia)–Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.

ARTUSO, A. R.; CHAVES NETO, A. O uso de quartis para aplicação dos filtros de Graham na Bovespa (1998-2009). **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 52, 2010.

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 203-243, 2006.

BOKPIN, G. A.; ISSHAQ, Z.; ABOAGYE-OTCHERE, F. Ownership structure, corporate governance and corporate liquidity policy: evidence from the Ghana Stock Exchange. **Journal of Financial Economic Policy**, v. 3, n. 3, p. 262-279, 2011.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Segmentos de listagem**. 2013. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 03 jul. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. **Cartilha de governança**, p. 1-11, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 03 jul. 2013.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança Corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBovespa. **Revista Organizações em Contexto**, v. 6, n. 11, p. 22-44, 2010.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, 18-41, 2008.

GRAHAM, B.; DODD, D. L. **Security analysis**. New York: McGraw-Hill, 1951.

GRAHAM, B.; DODD, D. L. **Security analysis**: the classic 1951 edition. New York: McGraw-Hil, 2005.

GRAHAM, B. **O investidor inteligente**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

GRAHAM, B. **The intelligent investor**. New York: HarperCollins, 2003.

HAIR, J. F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARRIS, M.; TOWNSEND, R. M. Resource allocation under asymmetric information. **Econometrica**, p. 33-64, 1981.

HO, S. S. M.; WONG, K. S. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 10, p. 139-156, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos**. São Paulo: IBGC, 2013a.

JOHNOSN, R. A.; WICHERN, D. W. **Applied multivariate statistical analysis**. 6. ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2007.

LIMA JÚNIOR, R.; SCARPIN, J. E.; LIMA, M. L. H. Aplicação da técnica estatística da análise das componentes principais como mecanismo gerador de informações para a gestão pública: um estudo nas prefeituras dos municípios do Estado de Santa Catarina. In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA, 3., 2008, Salvador. **Anais...** Salvador, 2008.

MARTIN, N. C.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 7-22, jan./abr. 2004.

ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION DEVELOPMENT. **Principles of corporate governance**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: em 23 de julho de 2013.

PASSOS, V. C. S.; PINHEIRO, J. L. Estratégia de investimento em bolsa de valores: uma pesquisa exploratória da visão fundamentalista de Benjamim Graham. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 9, n. 1, p. 1-16, 2009.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. de S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 1, p. 61-77, 2008.

SILVA, W. V. et al. A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 4, p. 82-97, out./dez. 2011.

TESTA, C. H. R. Aplicação da estratégia de investimento de Graham à BM&FBovespa para o pequeno investidor. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 14., 2011. **Anais...** São Paulo, 2011.

TESTA, C. H. R.; LIMA, G. A. S. F. O canto da serciea: aplicação da teoria de Graham na BM&FBovespa. **AOS Brazil**, v. 1, n. 1, p. 79-93, 2012.

Como citar este artigo:

KREUZBERG, Fernanda et al. Avaliação das carteiras de investimento das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa: uma aplicação dos filtros de Graham. *RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 13, n. 3, p. 955-978, set./dez. 2014. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>>. Acesso em: dia/mês/ano.

Kreuzberg, F., Breck, F., Gollo, V., & Rosa, F.S. (2004). Avaliação das carteiras de investimento das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa: uma aplicação dos filtros de Graham. *RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 13 (3), 955-978. Recuperado em dia/mês/ano, de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>