

Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires  
Instituto de Investigaciones en Administración, Contabilidad y  
Métodos Cuantitativos para la Gestión  
**Sección de Investigaciones Contables**

## **Contabilidad y Auditoría**

ISSN 1515-2340 (Impreso) ISSN 1852-446X (En Línea) ISSN 1851-9202 (Vía Mail)

**Nº 52 – año 26**

### **SELECCIÓN DE ACCIONES BASADO EN LA METODOLOGÍA DE BENJAMIN GRAHAM. UN ESTUDIO APLICADO A LAS EMPRESAS DE SEGUROS Y PREVISIÓN (SEGMENTO FINANCIERO)**

**Autores**

**THIERRY FARIA DA SILVA GREGORIO**

[thierrygregorio@id.uff.br](mailto:thierrygregorio@id.uff.br)

**MARCOS ANTÔNIO TAVARES PAULA**

**ERIKO SANT' ANNA DE MATOS**

**Universidad Federal Fluminense**

**Mg. THIERRY FARIA DA SILVA GREGORIO**

- Profesor de Ciencias Actuariales en la Universidad Federal Fluminense (UFF)
- Actuario por la Universidad del Estado de Río de Janeiro.
- Master en Finanzas por la Universidad de Málaga.

**MARCOS ANTÔNIO TAVARES PAULA**

- Estudiante de Ciencias Contables (UFF)

**ERIKO SANT' ANNA DE MATOS**

- Estudiante de Ciencias Actuariales (UFF)

Publicación:

- Presentada el 28/09/2020
- Aprobada el 12/10/ 2020
- Publicada en Noviembre del 2020



**SELECCIÓN DE ACCIONES BASADO EN LA METODOLOGÍA DE BENJAMIN GRAHAM. UN ESTUDIO APLICADO A LAS EMPRESAS DE SEGUROS Y PREVISIÓN (SEGMENTO FINANCIERO)**

**STOCKS SELECTION BASED ON BENJAMIN GRAHAM'S METHODOLOGY. A STUDY APPLIED TO INSURANCE AND RETIREMENT COMPANIES (FINANCIAL SECTOR)**

**SUMARIO**

**Palabras clave**

**Keywords**

**Resumen**

**Abstract**

1. Introducción
2. Revisión bibliográfica
3. Metodología
4. Resultados
  - 4.1. Filtro A: activos superiores a 50 millones de dólares
  - 4.2. Filtro B: la deuda de la compañía (pasivo corriente + pasivo no corriente) no puede ser mayor que el doble del activo circulante.
  - 4.3. Filtro C: pagos constantes de dividendos a lo largo de los últimos 20 años, sin interrupciones.
  - 4.4. Filtro D: inexistencia de pérdidas a lo largo de los últimos diez años, o sea, que la empresa haya tenido beneficios a lo largo de este período.
  - 4.5. Filtro E: crecimiento mínimo de 33% em los beneficios netos de la empresa a lo largo de los últimos 10 años.
  - 4.6 Filtros F y G: el múltiple precio de la acción sobre beneficio neto de la acción tiene que ser inferior a 15 y el múltiple precio de la acción sobre el valor patrimonial de la acción tiene que ser inferior a 1,5.
  - 4.7 Resultado consolidado de los filtros.
5. Conclusión
6. Bibliografía

### **Palabras clave:**

Acciones – Renta variable – Análisis fundamental – Empresas de seguros – Benjamin Graham

### **Keywords:**

Stock – Variable income – Fundamental analysis – Insurance companies – Benjamin Graham

### **Resumen**

Con las bajas tasas de interés practicadas en las principales economías mundiales, en el año 2019, como Brasil (Selic Nominal a 4,5% a.a. y Selic Real a 0,18% a.a.) y España (Euribor Nominal a 0% a.a. y Euribor Real a -0,8% a.a.), el inversor tiende a diversificar sus recursos entre activos de renta fija y renta variable. En este sentido, el artículo tiene por objetivo identificar las empresas de Seguros y Previsión Social (Segmento Financiero) cotizadas en la Bolsa de Valores de São Paulo y en la Bolsa de Valores de Madrid que pueden ser consideradas rentables, utilizando la metodología de Filtros de selección de acciones desarrollada por Benjamin Graham en los libros “*Security Analysis*” (1934) y “*The Intelligente Investor*” (1973). Para lograr tal objetivo la metodología Cualitativa-Cuantitativa es utilizada, mediante revisión bibliográfica de publicaciones relacionadas con el análisis fundamental, levantamiento de los ratios contables históricos de las empresas y aplicación de los respectivos Filtros estipulados por Graham (Activos, Liqueidez, Beneficios Constantes, Históricos de Dividendos, Crecimiento Anual de Beneficios, Precio Beneficio y Precio Valor Patrimonial). A partir de estos datos fue posible contestar a la temática de la investigación: ¿Cuál de las acciones analizadas tienen expectativas de rentabilidad consistentes mediante la metodología desarrollada por Benjamin Graham?

## **Abstract**

Considering the low interest rates implemented in the main world economies, in 2019, such as Brazil (Nominal Selic at 4.5% p.a. and Real Selic at 0.18% p.a.) and Spain (Nominal Euribor at 0% p.a. and Real Euribor at -0.8% p.a.), the investor tends to diversify their resources between fixed-income and variable-income assets. In this regard, this paper aims to identify the insurance and retirement companies (Financial Sector) listed on São Paulo stock exchange and Madrid stock exchange which could be considered profitable, following Benjamin Graham's criteria for stock selection ("Security Analysis", 1934 and "The Intelligente Investor", 1973). To achieve this aim, the Quali-Quantitative approach is used, through bibliographical review of publications related to fundamental analysis, searching for historical accounting ratios of companies and implementation of the corresponding criteria stipulated by Graham Earnings, Liquidity, Constant Earnings, Historical Dividends, Annual Earnings Growth, Price Earnings y Price Book Value). Based on this information it was possible to answer the research theme: Which of the stocks analyzed have consistent profitability expectations using the method developed by Benjamin Graham?

## **1. Introducción**

Los tipos de interés de los bancos centrales de las principales economías del planeta se encuentran en niveles muy bajos, como en la zona del euro y Japón, donde los tipos han estado en sus mínimos históricos. De acuerdo con las expectativas de los mercados, probablemente los tipos de interés se mantengan a niveles substancialmente inferiores a sus valores medios históricos por varios años (Banco de España, 2019, p. 183).

En este sentido, la situación de Brasil en 2019, tras años de recesión económica, era de recuperación económica gradual, bajo nivel de inflación debido a la existencia de capacidad ociosa en las plantas industriales, desempleo elevado y bajos tipos de interés (Banco Central de Brasil, 2019, p. 35-45).

Según Constâncio (2016, p.10), la política monetaria de los Bancos Centrales basada en bajos tipos de interés suele tener el objetivo de generar liquidez a los mercados financieros, disminuir el costo del endeudamiento a la sociedad y, consecuentemente, estimular el consumo. Este tipo de política suele ser aplicado en escenarios de recesión económica o cuando la actividad productiva de determinada zona económica es considerada débil. Por otro lado, de acuerdo con Hall (2017, p.107), la lógica es que altos tipos de interés hacen con que el consumo futuro sea más barato que el consumo actual, o sea, la población consume menos ahora y compra más en el futuro. Esto es lo que ocurre actualmente en países como Brasil (Selic Nominal a 4,5% a.a. y Selic Real a 0,18% a.a. en diciembre de 2019<sup>1</sup>) y España (Euribor Nominal a 0% a.a. y Euribor Real a -0,8% a.a. en diciembre de 2019<sup>2</sup>).

En situaciones de expansión monetaria que es lo que ocurre cuando los bancos centrales adoptan tasas de interés reales próximas a cero o incluso negativas, muchos inversores migran sus ahorros de activos de renta fija hacia activos bursátiles, conforme comprobado por Blanchard (1981, p. 135-137). Esto hace con que muchos inversores accedan al mercado de renta variable mediante fondos de inversiones o inviertan directamente en acciones y otros

---

<sup>1</sup> Selic es la tasa de interés de la economía brasileña determinado por el Banco Central de Brasil, lo que influye directamente en el tipo de interés del mercado interbancario (Banco Central de Brasil, 2020).

<sup>2</sup> Euribor es el tipo de interés del mercado interbancario Europeo (Banco Central Europeo, 2020).

activos de riesgo mediante plataformas digitales. Debido a la creciente búsqueda por activos de renta variable en varios países, dos métodos de análisis de activos son cada vez más estudiados y utilizados, los cuales se denominan análisis técnico y análisis fundamental.

El Análisis Técnico, también denominado Análisis Gráfico, se basa en observar las variaciones de precios y volumen de negociación de los activos financieros mediante gráficos de distintos tipos (línea, barras, velas o *candlestick*, entre otros) y de distintos períodos de tiempo (minutos, días, semanas o meses). A los gráficos son añadidos indicadores de los más variados tipos (precio, volumen, estadísticos, volatilidad, entre otros) con el objetivo de identificar la tendencia futura de los precios de los activos (Vidotto; Migliato; Zambon, 2009, p. 294). Según Kaldor (1939, p.1) el análisis técnico es muy utilizado para identificar patrones y perspectivas de corto plazo en los precios de las acciones, lo que hace que sea uno de los métodos más utilizados por los especuladores del mercado y no por los inversores de largo plazo.

Por otro lado, según Damodaran (2012) y Assaf Neto (2014) el Análisis Fundamental está basado en analizar una empresa mediante enfoques cualitativos y cuantitativos. Este método se basa en analizar datos financieros de la empresa, Balances Patrimoniales, Demonstración de Resultado del Ejercicio, ratios financieros y contables, expectativas macroeconómicas, perspectivas de crecimiento del sector donde la empresa actúa, calificación de los directivos de la compañía, entre otros. Por lo tanto, los métodos desarrollados por Graham y Dodd (1934) y Graham (1973) se encuadran dentro de este tipo de análisis.

El presente estudio tiene por objetivo identificar las empresas de Seguros y Previsión Social cotizadas en la Bolsa de Valores de São Paulo y en la Bolsa de Valores de Madrid que pueden ser consideradas rentables, utilizando la metodología de Filtros de selección de acciones desarrollada por Benjamin Graham en los libros “*Security Analysis*” (1934) y “*The Intelligente Investor*” (1973). Dichas compañías del segmento financiero suelen ser menos impactadas en momentos de crisis económica que empresas de otros sectores (Bancos y Cajas de Ahorro, Bienes de Consumo, Industria y Construcción, entre otros), dado que la aversión al riesgo no disminuye drásticamente el volumen de primas recibido por las empresas aseguradoras, conforme expuesto por Martínez y Sevillano (2013, p. 137-138). Por lo tanto, realizar inversión en empresas del ramo asegurador puede ser considerado una seguridad adicional a los Filtros de Graham.

Además de la presente Introducción, este trabajo está estructurado en cuatro partes adicionales, las cuales son: Revisión Bibliográfica, Metodología, Resultados y Conclusión. En la Revisión Bibliográfica se presenta los principales autores que realizaron investigaciones sobre el Análisis Fundamental y estudios empíricos sobre los Filtros de Graham (1973). En la Metodología se expone los métodos utilizados en este trabajo para lograr la temática de la investigación: *¿Cuál de las acciones analizadas tienen expectativas de rentabilidad consistentes mediante la metodología desarrollada por Benjamin Graham?*

En los Resultados se muestra detalladamente las aplicaciones de los filtros y en la Conclusión se presentan los elementos más importantes desarrollados en este estudio



## 2. Revisión Bibliográfica

La teoría de la eficiencia de mercado, de acuerdo con Fama (1970, p.2), considera que los precios de los activos financieros ya reflejan todas las informaciones disponibles en el mercado. De esta manera, no habría posibilidad de obtener beneficios de forma planeada basado en análisis financiero, pues estos activos ya estarían siendo negociados a valores justos dado que las informaciones ya estarían ampliamente difundidas entre los agentes financieros del mercado.

A partir de esta línea de raciocinio, Povoá (2005) define que el análisis gráfico/técnico acepta la teoría de la eficiencia de mercado, es decir, admite que cualquier nueva información existente en el mercado es rápidamente interpretada de forma lineal por todos los agentes financieros y, consecuentemente, sus tomadas de decisiones serían rápidamente representadas en los precios de los activos financieros.

Sin embargo, la estrategia denominada *Value Investing* que significa Inversión en Valor, es una de las estrategias más utilizadas dentro del análisis fundamental. Según Damodaran (2012), los inversores que se basan en esta estrategia buscan identificar acciones cuyos precios estén subvaluados en el mercado, es decir, que estén siendo negociados por debajo de su valor intrínseco (precio justo) y, por consiguiente, adquirirlas y mantener sus posiciones con enfoque de largo plazo.

De forma más amplia, Pinheiro (2005) conceptúa el análisis fundamental como el estudio de toda la información disponible en el mercado sobre determinada empresa, cuya finalidad es obtener su verdadero valor y, así, establecer estrategias de inversión en dicha empresa. Dichas informaciones se refieren a balances contables, resultados financieros, calificación de la gestión directiva de la

empresa, expectativas futuras acerca del sector donde la empresa actúa, entre otros datos cuantitativos y cualitativos.

De este modo, los inversores fundamentalistas producen un efecto estabilizador en el mercado financiero, diferentemente de los operadores técnicos que compran y venden activos en corto y medio espacio de tiempo, lo que aumenta la volatilidad de los precios en el mercado financiero (Allen y Taylor 1992, p. 306-308).

En el libro "*The Intelligente Investor*", Graham (1973) presenta metodología de inversión en acciones cuyo objetivo es identificar empresas que estarían siendo negociadas en el mercado bursátil a valores atractivos, o sea, compañías que podrían ser consideradas baratas. Tal metodología se basa en aplicar filtros a partir de múltiples contables e indicadores económico-financiero de las empresas.

El enfoque de esta estrategia de largo plazo es invertir en empresas que tengan buena salud financiera, buena gestión administrativa, sean resistentes a momentos de crisis, tengan buen histórico de pago de dividendos, beneficios netos positivos a lo largo de los años, no tengan alto nivel de endeudamiento, entre otros. La teoría desarrollada por Graham (1973) consiste en identificar tales empresas mediante los siguientes indicadores económico-financiero:

- A. Activos superiores a 50 millones de dólares;
- B. La deuda de la compañía (Pasivo Corriente + Pasivo no Corriente) no puede ser mayor que el doble del Activo Circulante;
- C. Pagos constantes de dividendos a lo largo de los últimos 20 años, sin interrupciones;

- D. Inexistencia de pérdidas a lo largo de los últimos diez años, o sea, que la empresa haya tenido beneficios a lo largo de este período;
- E. Crecimiento mínimo de 33% en los beneficios netos de la empresa a lo largo de los últimos 10 años;
- F. El múltiple Precio de la acción sobre beneficio neto de la acción tiene que ser inferior a 15;
- G. El múltiple Precio de la acción sobre el valor patrimonial de la acción tiene que ser inferior a 1,5;

Graham (1973) considera que caso los filtros F o G no sean aprobados, ellos pueden ser flexibilizados, es decir, es posible considerarlos aprobado desde que la multiplicación del filtro F por el filtro G resulte en un valor inferior a 22,5. Caso contrario, a partir del punto de vista de *Value Investing*, la empresa no podría ser considerada atractiva para el inversor, pues no estaría siendo negociada con un buen descuento financiero en el mercado (margen de seguridad para el inversor).

Tal estrategia ha sido ampliamente utilizada por importantes inversores como Warren Buffett, multimillonario y socio de la empresa Berkshire Hathaway, y Luiz Barsi, mayor inversor persona física de Brasil (Barsi, 2016).

Graham y Dodd (1934) recomiendan que haya entre 10 y 30 acciones en un portfolio de activos de renta variable para garantizar la diversificación de la cartera y disminuir la volatilidad de los retornos a lo largo de los años. Posteriormente, mediante la Teoría de Markowitz (1952, p.77-91) que está basado en el estudio de los retornos, desvíos y correlación de los activos, fue comprobado que el aumento de activos en el portfolio puede generar una disminución substancial del riesgo de la cartera.

Acercas de la asignación de los recursos de los inversores entre activos de Renta Fija y Renta Variable, Graham y Dodd (1934) sugieren que se invierta entre 25% y 75% en activos de Renta Variable (siendo el complementario invertido en activos de Renta Fija). En momentos que los mercados estén siendo negociados a precios atractivos (identificado mediante los múltiplos e indicadores contables) el inversor podría aumentar su asignación en Renta Variable de forma gradual hasta alcanzar el porcentaje de 75% de su cartera. Por otro lado, en momentos que el mercado esté negociando activos a precios elevados, el inversor debería disminuir su exposición a activos de Renta Variable hasta el porcentaje de 25%.

En la Figura 1 son presentados estudios empíricos realizados a lo largo de los últimos años basado en los Filtros de Graham. Aunque los estudios mencionados en la Figura no sean exhaustivos, es decir, no contemplan todos los estudios realizados acerca del tema en el mundo académico, no fueron identificados estudios direccionados exclusivamente a empresas del Sector de Seguros y Previsión Social de Brasil y de España.

Figura 1 – Estudios Empíricos realizados sobre Filtros de Graham

Autores	Fecha de Publicación	Título
Artuso, A. R.; Neto, A. C.	Junio de 2010	The use of quartiles to apply Graham's filters to Bovespa (1998-2009)
Kreuzberg, F.; Beck, F.; Gollo, V; Rosa, F. S	Septiembre de 2018	Avaliação das carteiras de investimento das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa: Uma aplicação dos filtros de Graham

Palazzo, V.; Savoia, J. R. F., Sousa, A. F.; Silva, M. P.	Junio de 2014	Estudo da Relevância dos Filtros de Value Investing no Mercado Brasileiro
Palazzo, V.; Savoia, J. R. F., Securato, J. R.; Bergmann, D. R.	Julio de 2018	Análise de carteiras de valor no mercado brasileiro
Passos, V. C. S.; Pinheiro, J. L.	Julio de 2019	Estratégias de Investimento em Bolsa de Valores: Uma Pesquisa Exploratória de Visão Fundamentalista de Benjamin Graham
Terzi, N.	Diciembre de 2015	An Assessment on Graham's Approach for Stock Selection: The Case of Turkey
Toigo, L. A.; Hein, N.	Diciembre de 2017	Desempenho das companhias pós-fusões e aquisições mensurado pelos filtros de Graham
Vime, J. M. A.	Junio de 2014	El value investing como método de selección de inversiones el caso español: bestinver
Zakaria, N.; Hashim, F.	Octubre de 2017	Emerging Markets: Evaluating Graham's Stock Selection Criteria on Portfolio Return in Saudi Arabia Stock Market
Zin, R. A.; Tarso, E.	Mayo de 2018	Como o pequeno investidor pode usar as Teorias de Graham e Markowitz

Fuente: Preparado por los autores (2020).

### **3. Metodología**

La metodología utilizada en el estudio fue la Cualit-Cuantitativa, mediante revisión bibliográfica de publicaciones relacionadas con el análisis fundamental, extracción de datos financieros, levantamiento de los ratios contables históricos de las empresas y aplicación de los filtros de Graham. Tales informaciones fueron utilizadas como base para generar análisis y reflexiones acerca del tema, conforme método propuesto por Martins y Ramos (2013, p.10).

De este modo, primeramente fue definido el campo de estudio, es decir, las empresas del sector de Seguros y Previsión Social que son negociadas en la Bolsa de Valores de São Paulo, las cuales son: Alper Consultoria e Corretora De Seguros S.A. (APER3); Companhia de Seguros Aliança da Bahia (CSAB3); BB Seguridade Participações S.A. (BBSE3); IRB - Brasil Resseguros S.A (IRBR3); Porto Seguro Companhia de Seguros Gerais (PSSA3); Sul América Companhia Nacional de Seguros (SULA3); y Wiz Solucoes e Corretagem de Seguros S.A (WIZS3). Asimismo, las empresas de este sector que son negociadas en la Bolsa de Valores de Madrid, las cuales son: Grupo Catalana de Occidente S.A. (GCO) e Mapfre S.A. (MAP).

Por lo tanto, la identificación y extracción de las bases de datos utilizadas para la investigación fueron hechas a partir de los registros financieros y patrimoniales de las empresas, considerando el período de 2015 a 2019, tales como Informes Anuales, Balances Patrimoniales (BP) y Demonstración de Resultado del Ejercicio (DRE). Estas informaciones fueron recopiladas en los sitios de Relación con Inversores de las empresas mencionadas anteriormente y en reconocidos sitios de análisis financiero, como Economática.com e Investing.com.

En seguida, los datos recopilados fueron organizados y tabulados a través de la herramienta Microsoft Excel. A partir de los datos previamente estructurados, fueron aplicados los filtros desarrollados por Graham (1973) en su libro *The Intelligent Investor* y mencionados en la Revisión Bibliográfica de este trabajo. Sin embargo, fue necesario realizar algunas adecuaciones en los filtros para que fueran aplicados al mercado asegurador bursátil brasileño y español, dado que el estudio hecho por el autor se basaba en la realidad estadounidense de mitad del siglo XX.

Además, dado que la moneda en circulación en Brasil es el Real y en España es el Euro, fue necesario estandarizar los datos. Así, los datos financieros de las empresas brasileñas fueron convertidos para Euro a la cotización de 31/12/2019 que era de 1 Real equivalente a 4,53 Euros.

De esta manera, fue posible identificar cuales empresas de Seguros y de Previsión Social cotizadas en bolsa en Brasil y en España fueron consideradas aprobadas en los filtros de Graham (1973) y tienen buenas expectativas de rentabilidad, desde que el enfoque sea de largo plazo.

## **4. Resultados**

### **4.1. Filtro A: Activos superiores a 50 millones de dólares**

Graham (1973) consideró que invertir en empresas que tengan activos superiores a 50 millones de dólares era un criterio razonable para garantizar que la inversión sería realizada en empresas con gran actuación en el mercado estadounidense. Según Leitão, Ferreira y Azevedo (2008, p. 261-282) empresas de este porte pueden obtener ventajas competitivas y tener un desempeño superior en el mercado en que actúan en relación a empresas mejores.

De acuerdo con Pinho (1966) empresas con activos en este nivel suelen tener un alto volumen de ingreso financiero anual, lo que es de gran importancia para la creación de una marca fuerte frente a los clientes y consumidores del mercado. De este modo, aumenta la probabilidad de los clientes se identificaren con la marca además del producto o servicio, lo que genera un valor intangible para la empresa.

Dado que históricamente el Euro tiene valor ligeramente superior al Dólar, de forma conservadora, en este filtro fue adoptado la cifra de 50 millones de Euros en vez de 50 millones de Dólares, conforme expuesto en la Tabla 1.

Tabla 1 – Filtro A: Activos superiores a 50 millones de Euros en 31/12/2019

<b>Empresa</b>	<b>Activos*</b>	<b>Resultado</b>
Aliança da Bahia	€ 104.628	Aprobado
Alper	€ 57.656	Aprobado
BB Seguridade	€ 3.295.771	Aprobado
IRB	€ 3.792.063	Aprobado
Porto Seguro	€ 7.222.632	Aprobado
Sulamérica	€ 6.273.449	Aprobado
WIZ	€ 129.454	Aprobado
Mapfre	€ 10.309.515	Aprobado
Catalana	€ 16.677.949	Aprobado

\*Datos en Mil Euros

Fuente: Preparado por los autores (2020).

De este modo, como todas las empresas de Seguros y Previsión Social cotizadas en las Bolsas de São Paulo y de Madrid son empresas consideradas de grande porte y tienen activos superiores



a 50 millones de Euros, todas fueron consideradas aprobadas en este primer criterio, como puede ser observado en la Tabla 1.

#### **4.2. Filtro B: La deuda de la compañía (Pasivo Corriente + Pasivo no Corriente) no puede ser mayor que el doble del Activo Circulante**

Este filtro puede ser considerado como un indicador de liquidez de la empresa, es decir, está directamente relacionado con la capacidad de la empresa hacer frente a sus deudas con terceros, como proveedores, entidades financieras e inversores.

En este sentido, como mencionado por Silva (2012, p.17), los indicadores de liquidez tienen por objetivo realizar comparaciones entre los activos de la empresa que pueden ser transformados en efectivo y las deudas exigibles. Asimismo, Marion (2007, p.143) conceptúa los indicadores de liquidez como medidas de gran importancia para evaluar la real capacidad de pago de las empresas, los cuales pueden ser clasificados como de largo plazo, corto plazo o inmediato.

Por lo tanto, en la Tabla 2 se presenta la deuda que es compuesta por la suma del Pasivo Corriente con el Pasivo no Corriente, el doble del valor del Activo Circulante de cada una de las nueve empresas analizadas y su respectivo resultado en relación a este filtro.

Tabla 2 – Filtro B: Deuda total menor que el doble del Activo Corriente en 31/12/2019

<b>Empresa</b>	<b>Deuda (PC+PNC)*</b>	<b>2xAC*</b>	<b>Resultado</b>
Aliança da Bahia	€ 64	€ 81	Aprobado
Alper	€ 19	€ 45	Aprobado
BB Seguridade	€ 2.137	€ 2.318	Aprobado

IRB	€ 2.767	€ 4.851	Aprobado
Porto Seguro	€ 5.397	€ 10.061	Aprobado
Sulamérica	€ 4.695	€ 8.951	Aprobado
WIZ	€ 86	€ 59	Reprobado
Mapfre	€ 2.852.978	€ 619.324	Reprobado
Catalana	€ 12.826.766	€ 25.434.256	Aprobado

PC - Pasivo Corriente, PNC - Pasivo No Corriente y AC - Activo Corriente

\*Datos en Mil Euros

Fuente: Preparado por los autores (2020).

De acuerdo con lo presentado en la Tabla 2, todas las empresas poseen la Deuda (Pasivo Circulante + Pasivo No Circulante) inferior al doble de su Activo Circulante, excepto la empresa brasileña WIZ y la española Mapfre que fueron reprobadas en este filtro.

### **4.3. Filtro C: Pagos constantes de dividendos a lo largo de los últimos 20 años, sin interrupciones**

Este filtro demuestra que la empresa genera cierta seguridad a los inversores con relación a remuneración mediante dividendos. En diversos países es obligatorio que las empresas cotizadas en bolsa que tengan beneficio neto en determinado ejercicio financiero distribuyan a sus accionistas un porcentaje de sus beneficios mediante dividendos. Por lo tanto, es posible asociar que empresas que son buenas pagadoras de dividendos son compañías que poseen resultados operacionales constantes y positivos.

Es interesante destacar que ni siempre es malo cuando determinadas empresas distribuyen bajos valores de dividendos, dado que tales recursos pueden estar siendo destinados a la reinversión en la compañía, como ampliación de plantas, compra de maquinaria, adquisición de competidoras, entre otros. O sea, los

indicadores financieros no pueden ser analizados de forma individual, pero sí en conjunto con otras informaciones de la empresa.

Como algunas de las empresas evaluadas en este trabajo empezaron su cotización en bolsa entre los años de 2010 y 2015, no hay información disponible acerca de dividendos para todas las nueve empresas en un período superior a los últimos 5 años. Por esta razón, fue necesario flexibilizar este filtro considerando el período de 5 años en vez de 20 años. En la Tabla 3 es presentada la existencia o no de dividendos por año y por empresa.

Tabla 3 – Filtro C: Pago de dividendos entre los años de 2015-2019

<b>Empresa</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Resultado</b>
Aliança da Bahia	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
Alper	SÍ	No	No	No	No	Reprobado
BB Seguridade	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
IRB	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
Porto Seguro	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
Sulamérica	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
WIZ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
Mapfre	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado
Catalana	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	Aprobado

Fuente: Preparado por los autores (2020).

A partir de los datos de la Tabla 3, todas las empresas fueron consideradas aprobadas en este filtro, excepto la empresa brasileña Alper.

#### **4.4. Filtro D: Inexistencia de pérdidas a lo largo de los últimos diez años, o sea, que la empresa haya tenido beneficios a lo largo de este período**

Graham y Dodd (1934) consideran que empresas consideradas vitoriosas logran obtener beneficio hasta en momento de crisis financiera, por esto, es importante que a lo largo de los años la empresa no presente pérdidas, independiente si haya habido o no existencia de recesión económica en los mercados. De esta forma, Artuso (2012, pág. 44-55) sugiere que el inversor incluya en su cartera solamente empresas que hayan tenido beneficios en los años anteriores a la realización de su inversión.

De forma análoga al Filtro C, no hay información disponible de los beneficios de todas las nueve empresas para los años de anteriores a 2015. Por este motivo, fue necesario flexibilizar este filtro considerando el período de 5 años en vez de 10 años. Por lo tanto, en la Tabla 4 se expone los beneficios netos anuales por empresa y por ejercicio financiero.

Tabla 4 – Filtro D: Inexistencia de pérdidas entre los años de 2015-2019

<b>Empresa</b>	<b>2015*</b>	<b>2016*</b>	<b>2017*</b>	<b>2018*</b>	<b>2019*</b>	<b>Resultado</b>
Aliança da Bahia	€ 10.197	€ 12.355	€ 4.461	€ 3.100	€ 3.703	Aprobado
Alper	-€ 24.186	-€ 21.226	-€ 18.235	-€ 36.149	€ 552	Reprobado
BB Seguridade	€ 928.998	€ 886.256	€ 894.070	€ 781.531	€ 1.470.254	Aprobado
IRB	€ 168.591	€ 187.652	€ 204.250	€ 269.109	€ 389.388	Aprobado
Porto Seguro	€ 221.134	€ 202.164	€ 243.071	€ 289.384	€ 304.501	Aprobado

Sulamérica	€	€	€	€	€	Aprobado
	162.132	153.512	170.733	199.815	261.114	
WIZ	€	€	€	€	€	Aprobado
	21.424	32.032	35.197	39.242	47.227	
Mapfre	€	€	€	€	€	Aprobado
	708.800	775.450	700.510	528.860	609.240	
Catalana	€	€	€	€	€	Aprobado
	268.100	324.500	357.340	386.420	424.530	

\*Datos en Mil Euros

Fuente: Preparado por los autores (2020).

De forma semejante al Filtro C, todas las empresas fueron consideradas aprobadas en este filtro, excepto la empresa brasileña Alper, lo que puede ser observado en la Tabla 4.

#### **4.5. Filtro E: Crecimiento mínimo de 33% en los beneficios netos de la empresa a lo largo de los últimos 10 años;**

Para Graham (1974) las empresas que además de presentar beneficios netos positivos a lo largo de los años, presentan crecimiento estable en sus resultados, significa que son compañías con alta capacidad de generar recursos financieros y pueden poseer buenas expectativas de crecimiento en los próximos años.

De forma similar a los Filtro C y D, no hay información disponible para todas las empresas entre los años de 2010 a 2014 Por este motivo, fue necesario flexibilizar este filtro considerando el período de 5 años en vez de 10 años y el porcentaje de 16,5% en vez de 33%.

Por consiguiente, en la Tabla 5 se muestra la variación nominal de los beneficios netos entre los años de 2015 y 2019.

Tabla 5 – Filtro E: Crecimiento mínimo de los beneficios de 16,5% entre los años de 2015-2019

Empresa	Beneficio Neto 2015*	Beneficio Neto 2019*	Variación (%)	Resultado
Aliança da Bahia	€ 10.197	€ 3.703	-64%	Reprobado
Alper	-€ 24.186	€ 552	102%	Aprobado
BB Seguridade	€ 928.998	€ 1.470.254	58%	Aprobado
IRB	€ 168.591	€ 389.388	131%	Aprobado
Porto Seguro	€ 221.134	€ 304.501	38%	Aprobado
Sulamérica	€ 162.132	€ 261.114	61%	Aprobado
WIZ	€ 21.424	€ 47.227	120%	Aprobado
Mapfre	€ 708.800	€ 609.240	-14%	Reprobado
Catalana	€ 268.100	€ 424.530	58%	Aprobado

\*Datos en Mil Euros

Fuente: Preparado por los autores (2020).

De acuerdo con los datos de la Tabla 5 el desempeño de la empresa brasileña Alper fue negativo en este filtro, dado que tuvo una reducción de 64% en su beneficio neto. De igual forma, la española Mapfre tuvo una reducción de 14%. Ambas empresas fueron consideradas reprobadas, las demás empresas fueron consideradas aprobadas en este criterio.

**4.6 Filtros F y G: El múltiple Precio de la acción sobre beneficio neto de la acción tiene que ser inferior a 15 y el múltiple Precio de la acción sobre el valor patrimonial de la acción tiene que ser inferior a 1,5**

El Filtro F se refiere al múltiple contable Precio de la acción sobre Beneficio Neto (Precio/Beneficio) que puede ser interpretado como la cantidad de años que el inversor recuperaría el valor invertido caso todo el beneficio de la empresa fuera distribuido a los accionistas como forma de dividendos. Esto significa que cuanto mayor es el valor de este indicador, más cara puede ser considerada la empresa y viceversa. Graham (1973) estableció que caso este indicador sea superior a 15, la empresa estaría cara.

El Filtro G está relacionado al múltiple Precio de la acción sobre el valor patrimonial de la acción (Precio/Valor Patrimonial) que es la relación del valor de mercado de la empresa en relación a su valor patrimonial, es decir, cuanto el mercado está dispuesto a pagar por la empresa en relación a su Patrimonio Líquido. Graham (1973) definió que una empresa puede ser considerada atractiva cuando este indicador es inferior a 1,5.

Sin embargo, Graham (1973) definió que, aunque la empresa tenga el Filtro F superior a 15 o el Filtro G superior a 1,5, se puede considerar la empresa atractiva desde que la multiplicación del Filtro F por el Filtro G sea inferior a 22,5. Esto es importante porque en determinados mercados puede haber empresas que tengan un Valor Patrimonial relativamente bajo y un Beneficio Neto anual alto, que es lo que ocurre con muchas empresas digitales en Estados Unidos.

Cabe destacar que cuando el Filtro F es inferior 15 y el Filtro G es inferior a 1,5, por consiguiente, la multiplicación de estos filtros siempre resulta en un valor inferior a 22,5. De este modo, para considerar que la empresa está siendo negociada con un buen descuento financiero basta que tal multiplicación sea inferior a 22,5. Tales filtros son presentados en la Tabla 6.

Tabla 6 – Filtros F y G: Ratios Precio / Beneficio menor que 15 y Precio/ Valor Patrimonial menor que 1,5 con base en el balance de 31/12/2019 y precio de acción en 31/03/2020.

<b>Empresa</b>	<b>Filtro F Precio/ Beneficio</b>	<b>Filtro G Precio/ Valor Patrimonial</b>	<b>Filtro F x Filtro G</b>	<b>Resultado</b>
Aliança da Bahia	15,44	1,80	27,73	Reprobado
Alper	45,38	0,95	42,97	Reprobado
BB Seguridade	8,12	10,30	83,69	Reprobado
IRB	5,67	2,15	12,22	Aprobado
Porto Seguro	10,53	1,51	15,89	Aprobado
Sulamérica	14,61	2,42	35,38	Reprobado
WIZ	7,38	8,44	62,27	Reprobado
Mapfre	7,78	0,64	5,00	Aprobado
Catalana	5,63	10,02	56,44	Reprobado

Fuente: Preparado por los autores (2020).

De esta manera, solamente las empresas brasileñas IRB y Porto Seguro y la empresa española Mapfre fueron consideradas baratas mediante los Filtros F y G, lo que puede ser visto en la Tabla 6.

#### **4.7 Resultado Consolidado de los Filtros**

Tras la explicación y aplicación de los 7 filtros a las empresas brasileñas y españolas del sector de Seguros y Previsión Social, cotizadas en las Bolsas de São Paulo y de Madrid, en la Tabla 7 se presentan los resultados de los filtros de forma consolidada por compañía.



Tabla 7 – Consolidado de la aplicación de los Filtros de Graham

Empresa	Filtro A	Filtro B	Filtro C	Filtro D	Filtro E	Filtro F x G
Aliança da Bahia	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Reprobado	Reprobado	Reprobado
Alper	Aprobado	Aprobado	Reprobado	Reprobado	Reprobado	Reprobado
BB Seguridade	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Reprobado
IRB	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado
Porto Seguro	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado
Sulamérica	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Reprobado
WIZ	Aprobado	Reprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Reprobado
Mapfre	Aprobado	Reprobado	Aprobado	Aprobado	Reprobado	Aprobado
Catalana	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Reprobado

Fuente: Preparado por los autores (2020).

De tal manera, conforme las Tablas 7 y 8 solamente las empresas brasileñas IRB y Porto Seguro fueron aprobadas en todos los filtros aplicados, es decir, de acuerdo con la metodología desarrollada por Graham (1973) estas dos empresas son las únicas entre las nueve evaluadas que pueden ser consideradas baratas y con buenas expectativas futuras de crecimiento, rentabilidad y valorización.

Tabla 8 – Resultado Final de la aplicación de los Filtros de Graham

Empresa	Resultado Final
Aliança da Bahia	Reprobado
Alper	Reprobado
BB Seguridade	Reprobado
IRB	Aprobado
Porto Seguro	Aprobado

Sulamérica	Reprobado
WIZ	Reprobado
Mapfre	Reprobado
Catalana	Reprobado

Fuente: Preparado por los autores (2020).

## 5. Conclusión

Este trabajo evaluó la aplicación de los Filtros de Graham (1973) a las empresas del Sector de Seguros y Previsión Social (Segmento Financiero) cotizadas en bolsa en Brasil (Aliança da Bahia, Alper, BB Seguridade, IRB, Porto Seguro, Sulamérica y WIZ) y en España (Mapfre y Catalana). Sin embargo, fue necesario flexibilizar algunos de los filtros, dado que parte de las empresas empezaron a ser cotizadas en bolsa entre los años de 2010 y 2015, por lo tanto, solamente hay información contable y financiera disponible para todas las empresas a partir del año de 2015.

Así, mediante el Filtro A (*Activos superiores a 50 millones de Euros*) fue posible identificar que todas las nueve empresas son consideradas de grande porte en el mercado y que posiblemente tengan un alto volumen de ingreso financiero anual y una marca fuerte delante de sus clientes.

A través del Filtro B (*La deuda de la compañía (Pasivo Corriente + Pasivo no Corriente) no puede ser mayor que el doble del Activo Circulante*) fueron identificadas las empresas que tienen buena salud financiera en relación a endeudamiento y capacidad de pago. En este criterio, las empresas WIZ y Mapfre fueron reprobadas y consideradas arriesgadas acerca del punto de vista de liquidez financiera.

Los Filtros C (*Pagamento de dividendos entre los años de 2015-2019*) y D (*Inexistencia de pérdidas entre los años de 2015-2019*) suelen tener alta correlación positiva, dado que gran parte de las empresas que presentan resultados financieros positivos tienen la costumbre de pagar dividendos a sus accionistas. Así, fue posible concluir que, en general, el Sector de Seguros y Previsión Social genera beneficios constantes y posee buen histórico de dividendos, dado que solamente la empresa Alper fue considerada reprobada.

Además, por intermedio del Filtro E (*Crecimiento mínimo de los beneficios de 16,5% entre los años de 2015-2019*) se lleva a cabo la conclusión de que este sector genera expectativas de rentabilidad consistentes a sus inversores, dado que Alper, IRB y WIZ aumentaron sus beneficios netos en más de 100% y BB Seguridade, Porto Seguro, Sulamerica y Catalana presentaron aumentos superiores a 38%. Solamente las empresas Aliança da Bahia y Mapfre fueron reprobadas en este criterio.

Al cabo, los Filtros F (*El múltiple Precio de la acción sobre beneficio neto de la acción tiene que ser inferior a 15*) y G (*El múltiple Precio de la acción sobre el valor patrimonial de la acción tiene que ser inferior a 1,5*) son útiles para evaluar si la empresa está siendo cotizada en el mercado con un buen margen de seguridad, es decir, si la empresa está siendo negociada con un buen descuento financiero. En este criterio solamente las empresas IRB, Porto Seguro y Mapfre fueron consideradas aprobadas.

Por lo tanto, IRB y Porto Seguro fueron las empresas consideradas aprobadas en todos los siete filtros de Graham (1973) analizados en este trabajo, o sea, tales empresas pueden ser consideradas relevantes en su sector de actuación, presentan nivel de endeudamiento aceptable, buenas expectativas de beneficio y de distribución de dividendos y están siendo negociadas con un

buen descuento financiero en el mercado bursátil. De esta forma fue posible contestar a la temática de la investigación *¿Cuál de las acciones analizadas tienen expectativas de rentabilidad consistentes mediante la metodología desarrollada por Benjamin Graham?*.

El presente estudio tiene como principales contribuciones la demostración de la aplicabilidad del modelo desarrollado por Graham (1934 y 1973) al sector de Seguros y Previsión Social de Brasil y de España y la identificación de cuales son las empresas que poseen buenas expectativas de valorización bursátil a largo plazo.

Al final, fueron definidas como futuras líneas de investigación la aplicación de los filtros a empresas de sectores variados que coticen en las Bolsas de Valores de São Paulo y de Madrid desde los años 2000, pues así sería viable analizar una muestra de aproximadamente 20 años. De esta forma sería posible incluir métodos estadísticos de regresión para validar la eficacia del modelo desarrollado por Graham (1934 y 1973). Y, por consiguiente, ampliar los estudios a las Bolsas de Buenos Aires, Paris, Londres y Nueva York.

## 6. Bibliografía

ALLEN, H.; TAYLOR, M. P. (1992). The use of technical analysis in the foreign exchange market. **Journal of International Money and Finance**. Nueva York, Estados Unidos. 1992. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0261560692900483> . Fecha de Consulta: 14 de marzo de 2020.

ARTUSO, A. R. (2012). **Análise multivariada e filtros de Graham: reconhecimento de padrões aplicado ao mercado acionário brasileiro**. Tese de Doutorado - Universidade Federal do Paraná. Paraná, Brasil. Disponible en: <https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/28068/R%20-%20T%20%20ALYSSON%20RAMOS%20ARTUSO.pdf?sequenc e=1&isAllowed=y>. Fecha de Consulta: 18 de marzo de 2020.

ARTUSO, A. R.; NETO, A. C. (2010). **The use of quartiles to apply Graham's filters to Bovespa (1998-2009)**. Universidade Federal do Paraná. Paraná, Brasil.

ASSAF NETO, A. (2014). **Mercado Financeiro**. São Paulo, Brasil. Atlas 2014.

BANCO CENTRAL DE BRASIL. (2019). **Relatório de Estabilidade Financeira**. Brasília, Brasil. 2019. Disponible en: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201904> Fecha de Consulta: 11 de marzo de 2020.

BANCO CENTRAL DE BRASIL. (2020). **Taxa Selic**, Brasília, Brasil. Disponible en: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic> . Fecha de Consulta: 10 de enero de 2020.

BANCO CENTRAL EUROPEO. (2020) **Key ECB interest rates**, Frankfurt, Alemania. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_)

[ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](http://ecb_interest_rates/html/index.en.html) . Fecha de Consulta: 10 de marzo de 2020.

BANCO DE ESPAÑA. (2018) INFORME ANUAL 2018, Madrid, España. Disponible en: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/informe\\_anual/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/informe_anual/) . Fecha de Consulta: 10 de marzo de 2020.

BARSI, L. F. (2016). **Ações garantem o futuro**. São Paulo, Brasil. Suno Research.

BLANCHARD, O. J. (1981). Output, the Stock Market, and Interest Rates. **The American Economic Review**. Pensilvania, Estados Unidos. Disponible em: [https://elearning.unito.it/sme/pluginfile.php/192712/course/section/41483/Blanchard\\_AER81.pdf](https://elearning.unito.it/sme/pluginfile.php/192712/course/section/41483/Blanchard_AER81.pdf) Fecha de Consulta: 13 de marzo de 2020.

CHIAVENATO, I. (1994). **Administração de empresas: uma abordagem contingencial**. São Paulo, Brasil. Makron Books.

CONSTÂNCIO, V. (2016). The challenge of low real interest rates for monetary policy. **Macroeconomics Symposium at Utrecht School of Economics**, de 15 de Junio de 2016. Utrecht, Países Bajos. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160615.en.html> .Fecha de Consulta: 12 de marzo de 2020.

DAMODARAN, A. (2006). **Investment Fables**. Edinburgh, Reino Unido. Financial Times – Pretice Hall.

DAMODARAN, A. (2012). **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. São Paulo, Brasil. Gen LTC.

**Economática**. Disponible en: <http://www.economatica.com>. Fecha de Consulta: 05 de febrero de 2020

FAMA, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, de mayo de 1970. Nueva York, Estados Unidos. Disponible en: <https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1> . Fecha de Consulta: 13 de marzo de 2020.

GRAHAM, B. (1973). **The Intelligente Investor**. Nueva York, Estados Unidos. Harper & Row.

GRAHAM, B.; DODD, D. L. (1934). **Security Analisis**. Nueva York, Estados Unidos. McGraw-Hill.

HALL, R. E. (2017). Low Interest Rates: Causes and Consequences. **International Journal of Central Banking**, de septiembre de 2017. Ohio, Estados Unidos. Disponible en: <https://web.stanford.edu/~rehall/LowInterestRates> . Fecha de Consulta: 13 de marzo de 2020

**Investing**. Disponible en: <https://br.investing.com>. Fecha de Consulta: 10 de marzo de 2020

KALDOR, N. (1939). Speculation and economic stability. **Review of Economic Studies**, de octubre de 1939. Oxford, Reino Unido. Disponible en: <https://www.jstor.org/stable/2967593?seq=1> . Fecha de Consulta: 15 de marzo de 2020

KREUZBERG, F.; BECK, F.; Gollo, V; Rosa, F. S. (2018). Avaliação das carteiras de investimento das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa: Uma aplicação dos filtros de Graham. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia. Santa Catarina, Brasil**.

LEITÃO, J. C. C.; FERREIRA, J. M.; AZEVEDO, S. G. (2008). **Dimensões Competitivas de Portugal: Contributos dos Territórios, Sectores, Empresas e Logística**. Ribeirão, Portugal. Centro Atlântico.

MARION, J. C. (2007). **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. São Paulo, Brasil. Atlas.

MARKOWITZ, H. (1952). Portfolio Selection. **The Journal of Finance**. de marzo de 1952. Nueva York, Estados Unidos. Disponible en: [https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz\\_JF.pdf](https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf) .Fecha de Consulta: 17 de marzo de 2020

MARTÍNEZ, C. I. G.; SEVILLANO, J. M. M. (2013). Las Entidades de Seguros Ante el Nuevo Entorno Financiero. **Estabilidad Financiera – Banco de España**. Madrid, España. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/13/Noviembre/Fic/ref201325.pdf> . Fecha de Consulta: 13 de marzo de 2020.

MARTINS, R. X.; RAMOS, R. (2013). **Metodologia de pesquisa: guia de estudos**. Universidade Federal de Lavras. Minas Gerais, Brasil.

PALAZZO, V; SAVOIA, J. R. F., SOUSA, A. F.; SILVA, M. P. (2014). **Estudo da Relevância dos Filtros de Value Investing no Mercado Brasileiro**. Universidade de São Paulo. São Paulo, Brasil.

PALAZZO, V.; SAVOIA, J. R. F., SECURATO, J. R.; BERGMANN, D. R. (2018). Análise de carteiras de valor no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, Brasil.

PASSOS, V. C. S.; PINHEIRO, J. L. (2019). **Estratégias de Investimento em Bolsa de Valores: Uma Pesquisa Exploratória de Visão Fundamentalista de Benjamin Graham**. Universidade Federal de Minas Gerais. Minas Gerais, Brasil. 2019

PINHEIRO, J. L. (2005). **Mercado de Capitais**. São Paulo, Brasil. Atlas.



PINHO, J.B. (1996). **O Poder das Marcas**. São Paulo, Brasil. Summus Editorial.

POVOA, A. (2004). **Valuation: como precificar ações**. São Paulo, Brasil. Globo.

SILVA, J. P. (2012). **Análise Financeira das empresas**. São Paulo, Brasil. Atlas.

TESTA, C. (2011). **Aplicação da estratégia de investimento de Graham à BM&FBovespa para o pequeno investidor**. Universidade de São Paulo. São Paulo, Brasil. 2011. Disponible en:  
<http://www.ead.fea.usp.br/semead/14semead/resultado/trabalhos/PDF/469.pdf> . Fecha de Consulta: 08 de marzo de 2020.

TERZI, N. (2015). **An Assessment on Graham's Approach for Stock Selection: The Case of Turkey**. Marmara University, Estambul, Turquía.

TOIGO, L. A.; HEIN, N. (2017). Desempenho das companhias pós-fusões e aquisições mensurado pelos filtros de Graham. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**. Santa Catarina, Brasil. Disponible en:  
<http://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/2466>.  
Fecha de Consulta: 18 de marzo de 2020.

VIDOTTO, R. S.; MIGLIATO, A. L. T.; ZAMBON, A. C. O (2009). Moving Average Convergence-Divergence como ferramenta para a decisão de investimentos no mercado de ações. **Revista de Administração Contemporânea**, de junio de 2009. São Paulo, Brasil. Disponible en:  
[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_abstract&pid=S1415-65552009000200008&lng=en&nrm=iso&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S1415-65552009000200008&lng=en&nrm=iso&tlng=pt) . Fecha de Consulta: 14 de marzo de 2020.

VIME, J. M. A. (2014). **El value investing como método de selección de inversiones el caso español: bestinver. Universidad Pontificia Comillas.** Madrid, España.

ZAKARIA, N.; HASHIM, F. (2017). Emerging Markets: Evaluating Graham's Stock Selection Criteria on Portfolio Return in Saudi Arabia Stock Market. **International Journal of Economics and Financial.** Mersin, Turquía.

ZIN, R. A.; TARSO, E. (2018). **Como o pequeno investidor pode usar as Teorias de Graham e Markowitz.** Universidade do Estado de Santa Catarina. Santa Catarina, Brasil.