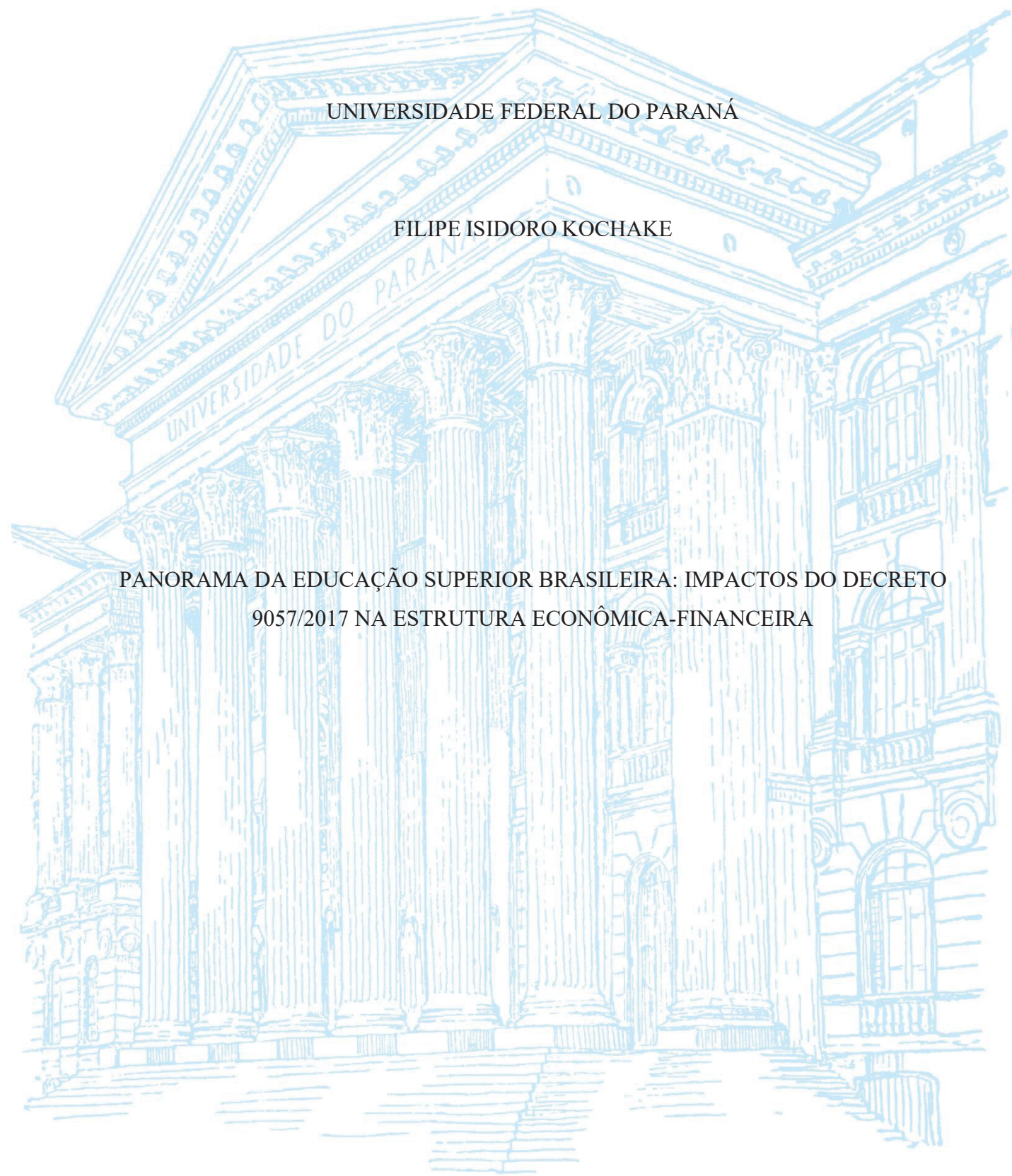




UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

FILIPE ISIDORO KOCHAKE

PANORAMA DA EDUCAÇÃO SUPERIOR BRASILEIRA: IMPACTOS DO DECRETO
9057/2017 NA ESTRUTURA ECONÔMICA-FINANCEIRA

CURITIBA/PR

2025

FILIPPE ISIDORO KOCHAKE

PANORAMA DA EDUCAÇÃO SUPERIOR BRASILEIRA: IMPACTOS DO DECRETO
9057/2017 NA ESTRUTURA ECONÔMICA-FINANCEIRA

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em
economia - PPGEcon, Setor de Ciências Sociais
Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como
requisito parcial à obtenção do título de Mestre em
Economia.

Orientador: Prof. Dr. Thiago Henrique Moreira Goes

CURITIBA/PR

2025

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIA SOCIAIS APLICADAS

Kochake, Filipe Isidoro

Panorama da Educação Superior Brasileira: impactos do Decreto 9057/2017 na estrutura econômica-financeira / Filipe Isidoro Kochake. – Curitiba, 2025.

1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Thiago Henrique Moreira Goes.

1. Economia. 2. Educação – Aspectos econômicos. 3. Ensino Superior. 4. Indicadores econômicos I. Goes, Thiago Henrique Moreira. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

Bibliotecário: Nilson Carlos Vieira Junior - CRB-9/1797



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS UNIVERSIDADE
FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO ECONOMIA 40001016051P7

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de FILIPE ISIDORO KOCHAKE, intitulada: Panorama da Educação Superior Brasileira: impactos do decreto 9057/2017 na estrutura econômica.financeira., sob orientação do Prof. Dr. THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 16 de Setembro de 2025.

Assinatura Eletrônica

07/10/2025 15:48:41.0

THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES

PRESIDENTE DA BANCA EXAMINADORA

Assinatura Eletrônica

28/10/2025 15:26:40.0

JOSÉ GUILHERME SILVA VIEIRA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

07/10/2025 13:57:01.0

NELINHO DAVI GRAEF

AVALIADOR EXTERNO (UNIGUAÇU)

AV. PREFEITO LOTHARIO MEISSNER, 632 - CURITIBA - Paraná – Brasil

CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4464 - E-mail: ppgecon@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 489369

PARA AUTENTICAR ESTE DOCUMENTO/ASSINATURA, ACESSE

[HTTPS://SIGA.UFPR.BR/SIGA/VISITANTE/AUTENTICACAOASSINATURAS.JSP](https://siga.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp) E INSIRA O CODIGO 489369

AGRADECIMENTOS

Dedico esta dissertação de mestrado a todas as pessoas que me apoiaram e encorajaram ao longo desta jornada acadêmica.

Primeiramente, dedico este trabalho ao meu orientador, cuja orientação sábia e incentivo constante foram fundamentais para o desenvolvimento deste estudo. Agradeço por compartilhar seu conhecimento e experiência, guiando-me com paciência e dedicação.

À minha esposa, Marcela, e minha família, que sempre estiveram ao meu lado, oferecendo seu amor incondicional, compreensão e apoio em todos os momentos. O encorajamento foi o alicerce que me sustentou durante os desafios desta jornada.

Aos meus amigos e colegas de estudo, que compartilharam comigo não apenas conhecimento acadêmico, mas também momentos de descontração e motivação mútua cujas contribuições foram inestimáveis para o enriquecimento deste trabalho.

À Universidade Federal do Paraná, seus professores e funcionários, que proporcionaram um ambiente propício ao aprendizado e crescimento acadêmico.

Por fim, dedico este trabalho a mim mesmo, como uma lembrança do esforço dedicado, das horas de estudo e reflexão e da determinação em alcançar meus objetivos acadêmicos. Que esta dissertação possa servir como um marco não apenas na minha trajetória acadêmica, mas também como um ponto de partida para novas conquistas e aprendizados.

Que este trabalho possa contribuir de alguma forma para o avanço do conhecimento em sua área de estudo e inspirar outros a perseguirem seus objetivos com paixão e dedicação.

Não podemos prever o futuro, mas podemos criá-lo. (PETER DRUCKER)

RESUMO

A educação é um fator essencial para o crescimento econômico de longo prazo e, por isso, tem sido amplamente analisada e alvo de diversas políticas públicas. O Decreto nº 9.057/2017, uma dessas medidas, promoveu mudanças significativas na operação das instituições de ensino. Este estudo analisa seus efeitos no setor educacional privado, com foco em indicadores econômico-financeiros de instituições listadas na bolsa de valores brasileira. Utilizando dados do Censo da Educação Superior e do ENADE entre 2017 e 2022, a pesquisa identifica tendências e transformações associadas ao decreto, com ênfase nos grupos educacionais privados de capital aberto, cuja performance entre 2015 e 2023 é examinada pela sua relevância no sistema educacional. O estudo também investiga a evolução do perfil de matrículas no período, buscando compreender como o decreto influenciou essa dinâmica. A análise integrada dos indicadores de ENADE, da situação financeira das instituições e do perfil das matrículas oferece uma visão abrangente da realidade do ensino superior brasileiro. O ENADE é utilizado como principal instrumento de avaliação da qualidade educacional. A análise econômico-financeira dos grandes grupos educacionais permite compreender de que forma as políticas do decreto afetaram o desempenho das instituições. Assim, a pesquisa avalia os resultados do Decreto nº 9.057/2017 com base em indicadores estatísticos e econômico-financeiros de 2017 a 2023, contribuindo para o aprimoramento técnico e a formulação de políticas públicas no setor. Conclui-se que, diante dos desafios enfrentados pelo setor, com margens financeiras em declínio e, em alguns casos, negativas, as instituições precisarão se adaptar às novas tendências de ensino e aprimorar sua gestão financeira para garantir sua sobrevivência em um ambiente cada vez mais competitivo. Esses resultados oferecem subsídios relevantes para gestores e investidores, apoiando decisões estratégicas voltadas à manutenção e recuperação da competitividade do ensino superior privado no Brasil.

Palavras-chave: Setor Educacional; Ensino Superior; Indicadores econômico-financeiros; Finanças empresariais; Economia de educação.

ABSTRACT

Education is an essential factor for long-term economic growth and has therefore been widely analyzed and targeted by various public policies. Decree No. 9,057/2017, one such measure, introduced significant changes in the operation of higher education institutions. This study analyzes its effects on the private education sector, focusing on economic and financial indicators of institutions listed on the Brazilian stock exchange. Using data from the Higher Education Census and ENADE between 2017 and 2022, the research identifies trends and transformations associated with the decree, emphasizing publicly traded private educational groups whose performance from 2015 to 2023 is examined due to their relevance in the educational system. The study also investigates the evolution of enrollment profiles during the period, seeking to understand how the decree influenced this dynamic. The integrated analysis of ENADE indicators, institutions' financial conditions, and enrollment profiles provides a comprehensive view of the reality of Brazilian higher education. ENADE is employed as the main instrument for assessing educational quality. The economic and financial analysis of large educational groups helps to understand how the decree's policies affected institutional performance. Thus, the research evaluates the outcomes of Decree No. 9,057/2017 based on statistical and economic-financial indicators from 2017 to 2023, contributing to technical development and the formulation of public policies in the sector. It is concluded that, given the challenges faced by the sector, with declining and, in some cases, negative profit margins, institutions will need to adapt to new teaching trends and improve their financial management to ensure survival in an increasingly competitive environment. These results provide valuable insights for managers and investors, supporting strategic decisions aimed at maintaining and restoring the competitiveness of Brazil's private higher education sector.

Keywords: Education industry; Higher Education; Financial-economic indicators; Business finance; Finance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Hierarquia do Ministério da Educação:.....	24
Figura 2 - Linha do tempo da Ânima.....	52
Figura 3 - Número de alunos e unidades por modalidade da Cruzeiro do Sul	53

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Taxa líquida de escolarização na educação superior - Brasil.....	21
Gráfico 2 - Total de número de matrículas por tipo de instituição:.....	22
Gráfico 3 - Total de matrículas por tipo de modalidade (milhões):.....	23
Gráfico 4 - Índices de liquidez do Grupo Ser Educacional	61
Gráfico 5 - Índices de liquidez da Cogna	62
Gráfico 6 - Índices de liquidez da Yduqs	63
Gráfico 7 - Índices de liquidez da Cruzeiro do Sul	65
Gráfico 8 - Índices de liquidez da Ânima.....	66
Gráfico 9 - Indicadores de rentabilidade do Grupo Ser Educacional	69
Gráfico 10 - Indicadores de rentabilidade Cogna	71
Gráfico 11 - Indicadores de rentabilidade Cogna (Cont.)	71
Gráfico 12 - Indicadores de rentabilidade Yduqs	72
Gráfico 13 - Indicadores de rentabilidade Cruzeiro do Sul	74
Gráfico 14 - Indicadores de rentabilidade Ânima.....	75
Gráfico 15 - Índices de endividamento do Grupo Ser Educacional	78
Gráfico 16 - Índices de endividamento da Cogna.....	79
Gráfico 17 - Índices de endividamento da Yduqs.....	81
Gráfico 18 - Índices de endividamento da Cruzeiro do Sul	82
Gráfico 19 - Índices de endividamento da Ânima	84
Gráfico 20 - Análise dinâmica do Grupo Ser Educacional	87
Gráfico 21 - Análise dinâmica da Cogna	89
Gráfico 22 - Análise dinâmica da Yduqs	90
Gráfico 23 - Análise dinâmica da Cruzeiro do Sul	91
Gráfico 24 - Análise dinâmica da Ânima	92
Gráfico 25 - Matrículas em cursos de graduação presenciais e EAD	94
Gráfico 26 - Conceito ENADE por modalidade e tipo de instituição.....	95
Gráfico 27 - Índices de Liquidez Médios	96
Gráfico 28 - Índices de rentabilidade Médios	97
Gráfico 29 - Índices de rentabilidade Médios (Cont.)	97
Gráfico 30 - Índices de endividamento médios	99
Gráfico 31 - Evolução do CDG e NCD em % sobre o ativo total	100
Gráfico 32 - Evolução das matrículas de EAD e Presencial 2017 a 2019	103

Gráfico 33 - Evolução das matrículas de EAD e Presencial 2019 a 2022	104
Gráfico 34 – Indicadores de endividamento 2019 a 2022.....	105
Gráfico 35 – Indicadores de liquidez 2019 a 2022	106
Gráfico 36 – Indicadores de rentabilidade 2019 a 2022	106

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Artigos selecionados decreto 9057/2017	26
Quadro 2 - Resumo das principais leis e decretos com influência no setor educacional	28
Quadro 3 - Indicadores Econômico-Financeiros	48
Quadro 4 - Classificação De Balanço Patrimonial.....	49
Quadro 5 - Fórmulas do modelo Fleuriet	49
Quadro 6 - Classificação dos resultados das fórmulas	50
Quadro 7 - Empresas educacionais selecionadas:.....	51
Quadro 8 – Foco geográfico empresas selecionadas:.....	55
Quadro 9 – Modelo de negócios empresas selecionadas:	56
Quadro 10 – Estratégia de M&A empresas selecionadas:	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Número de leis e decretos publicados	27
Tabela 2 – Quantificação de alunos e unidades:.....	53
Tabela 3 – Número de alunos por modalidade/ nível do Grupo Ser Educacional:	54
Tabela 4 – Número de alunos por modalidade/ nível do Yduqs:	54
Tabela 5 – Índices de liquidez - empresas selecionadas:	68
Tabela 6 – Índices de rentabilidade - empresas selecionadas:	77
Tabela 7 – Índices de endividamento - empresas selecionadas:	86
Tabela 8 – Índices de endividamento, liquidez e rentabilidade – recorte temporal:	102
Tabela 9 – Resultado diferença de médias pré-2017 e pós-2017:	107
Tabela 10 – Resultado diferença de médias pré-pandemia e pós-pandemia:.....	108

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

ABMES	- Associação Brasileira de Mantenedoras de Ensino Superior
ANS	- Agência Nacional de Saúde Suplementar
BP	- Balanço Patrimonial
CDG	- Capital de Giro
CE	- Participação de Capital de Terceiros
CONAES	- Comissão Nacional de Avaliação da Educação Superior
DRE	- Demonstração do resultado do exercício
EAD	- Ensino a distância
ENADE	- Exame Nacional de Desempenho de Estudantes
FIES	- Fundo de Financiamento Estudantil
FNDE	- Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação
GA	- Giro do Ativo
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
INEP	- Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira
IPL	- Imobilização do Patrimônio Líquido
LC	- Liquidez Corrente
LDB	- Lei de diretrizes e bases da educação
LG	- Liquidez Geral
LI	- Liquidez Imediata
LS	- Liquidez Seca
MEC	- Ministério da Educação
ML	- Margem líquida
NCG	- Necessidade de Capital de Giro
PCT	- Endividamento total
PNE	- Plano Nacional de Educação
PROUNI	- Programa Universidade Para Todos
ROA	- Retorno sobre o Ativo
ROE	- Retorno sobre o Patrimônio Líquido
SINAES	- Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior
SISU	- Sistema de Seleção Unificada

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	16
1.2	OBJETIVOS	18
1.2.1	Objetivo geral	18
1.2.2	Objetivos específicos	18
1.3	JUSTIFICATIVA.....	18
2	REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1	SETOR EDUCACIONAL SUPERIOR BRASILEIRO	20
2.1.1	Características gerais do Ensino Superior Brasileiro.....	20
2.1.2	ALTERAÇÕES DA REGULAMENTAÇÃO DO ENSINO SUPERIOR BRASILEIRO	26
2.1.3	PERFIL DOS ESTUDANTES DE ENSINO SUPERIOR	30
2.2	ESTRUTURA DA FIRMA E FALHAS DE MERCADO	31
2.2.1	TEORIA DA FIRMA	31
2.2.2	TEORIA DE FALHA DE MERCADO.....	34
2.2.3	ECONOMIA DA EDUCAÇÃO	36
2.2.4	RELEVÂNCIA DAS TEORIAS DA FIRMA E DE FALHAS DE MERCADO NO SETOR EDUCACIONAL PRIVADO BRASILEIRO	37
2.3	ANÁLISE DE ÍNDICES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	39
2.3.1	Índices de liquidez.....	39
2.3.2	Índices de endividamento	41
2.3.3	Índices de rentabilidade	42
2.3.4	Evidências empíricas	43
3	METODOLOGIA	44
3.1	ANÁLISE POR INDICADORES ECONÔMICO- FINANCEIROS	46
3.2	ANÁLISE DINÂMICA DE CAPITAL DE GIRO – FLEURIET (2003)	49
3.3	AMOSTRA DO ESTUDO	51
3.4	COMPARAÇÃO ESTRUTURAIS ENTRE AS EMPRESAS DA AMOSTRA.....	55
3.5	ANÁLISE DO ENADE:	58
3.6	LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS:	59

4	APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	60
4.1	ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICOS-FINANCEIROS DAS EMPRESAS SELECIONADAS	60
4.1.1	Índices de liquidez:.....	60
4.1.1.1	Índices de liquidez - comparação entre as empresas selecionadas:	67
4.1.2	Indicadores econômicos ou de rentabilidade.....	69
4.1.2.1	Índices de rentabilidade - comparação entre as empresas selecionadas:	75
4.1.3	Indicadores estruturais	78
4.1.3.1	Índices de rentabilidade - comparação entre as empresas selecionadas:	84
4.2	ANÁLISE DINÂMICA DE INDICADORES (FLERIET).....	87
5	DISCUSSÃO.....	92
5.1	INDICADORES ANTES E APÓS 2017.....	101
5.2	EFEITOS DA PANDEMIA	104
5.3	TESTE DE ROBUSTEZ (TESTE DE DIFERENÇAS)	107
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	109
6.1	RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS	110
	REFERÊNCIAS	111

1 INTRODUÇÃO

A educação superior é um fator determinante para o crescimento econômico de longo prazo, pois contribui para a formação de capital humano e o desenvolvimento socioeconômico (ALMEIDA; BARRETO, 2008). Com base nessa relevância, o setor educacional brasileiro tem sido alvo de políticas públicas que visam à ampliação da oferta e à melhoria da qualidade (PNE, 2014). Entre essas medidas, destaca-se o Decreto 9.057/2017, que introduziu mudanças importantes na regulação da oferta educacional, especialmente no ensino a distância (EAD), com impactos potenciais na atuação das instituições privadas.

O presente estudo se propõe a analisar os efeitos a partir da aplicação do decreto 9057/2017 no setor educacional privado brasileiro, com foco especial nos indicadores do ENADE e na sustentabilidade financeira das instituições de ensino. Para tal, será realizada uma abordagem abrangente, contemplando dados coletados pelo Censo da educação superior, Exame Nacional de Desempenho de Estudantes (ENADE) nos anos de 2017 a 2022, a fim de identificar tendências e mudanças que possam ser atribuídas ao referido decreto.

Além disso, será dedicada atenção especial aos grupos educacionais privados brasileiros listados na bolsa de valores brasileira, investigando sua performance econômico-financeira de 2015 a 2023. A análise dessas instituições é crucial, uma vez que representam uma parcela significativa do sistema educacional e podem ser afetadas tanto positivamente quanto negativamente pelas políticas públicas adotadas.

Outro aspecto de relevância é o perfil das matrículas ao longo desses anos. Será analisada a evolução do perfil de matrículas nas instituições de ensino ao longo do período considerado, bem como os possíveis impactos do Decreto 9.057/2017 sobre essa trajetória.

Por fim, através da análise conjunta desses elementos, com objetivo de fornecer uma compreensão aprofundada dos efeitos a partir do decreto 9057/2017 no setor educacional brasileiro, abordando seus impactos nas tendências do ensino, na sustentabilidade das instituições de ensino e no perfil das matrículas, espera-se que os resultados obtidos contribuam para o debate sobre políticas públicas educacionais, possibilitando a identificação de desafios e oportunidades para o aprimoramento do sistema educacional no Brasil.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Esta dissertação de mestrado tem como foco demonstrar a situação econômica-financeira do setor educacional de nível superior privado a partir da aplicação do decreto 9057/2017, no

setor educacional brasileiro. O decreto 9057/2017 foi uma medida governamental que estabeleceu diretrizes para a criação, organização e extinção de cursos e programas de ensino, assim como para a autorização e reconhecimento de instituições de ensino superior, impactando significativamente o sistema educacional do país. Este estudo abordará exclusivamente a educação superior, excluindo outras etapas do sistema educacional brasileiro, a fim de garantir maior precisão na análise dos resultados.

O tema da pesquisa também abordará o Censo educacional e o ENADE em relação aos seus dados, em 2017 e a evolução com os resultados alcançados até 2022. Segundo o INEP (2024), o ENADE foi uma iniciativa relevante para o ensino superior no Brasil, buscando verificar a qualidade do sistema educacional em nível superior, a partir da criação em 2004 do Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior (SINAES), que tinha por princípios o aperfeiçoamento e desenvolvimento de um sistema de avaliação da educação superior, articulando regulação e avaliação educativa.

Os resultados das avaliações possibilitam traçar um panorama da qualidade dos cursos e das instituições de educação superior no país. Os processos avaliativos são coordenados e supervisionados pela Comissão Nacional de Avaliação da Educação Superior (Conaes) e a operacionalização é de responsabilidade do Inep. (INEP, 2024).

Dessa forma, a avaliação dos estudantes do ensino superior, provida a partir do ENADE, é aplicada anualmente aos alunos de todos os cursos ao término do primeiro e do último ano do curso. Além disso, a avaliação é desenvolvida por especialistas das diversas áreas do conhecimento aplicando padrões mínimos (INEP, 2024).

Sua análise será essencial para compreender de que forma a aplicação do decreto 9057/2017 pode ter influenciado a efetividade das políticas educacionais na promoção de uma educação superior de qualidade e sustentável.

Através da investigação das estatísticas do Censo Educacional do ensino superior nos anos de 2017 a 2022, este estudo pretende identificar tendências, mudanças e impactos que possam estar associados ao decreto 9057/2017, no contexto da educação superior brasileira. Além disso, foram analisados dados econômico-financeiros dos grupos educacionais, listados na bolsa de valores brasileira, atuantes no país, a fim de compreender como essas instituições foram afetadas pelas políticas educacionais implementadas pelo decreto. Com essa delimitação do problema de pesquisa, almeja-se contribuir para o conhecimento e o debate sobre as políticas públicas no setor educacional, oferecendo uma visão aprofundada dos efeitos da aplicação do decreto 9057/2017 na sustentabilidade da educação superior no Brasil.

A partir desse contexto, a presente pesquisa busca responder à seguinte pergunta: **“quais foram os efeitos do Decreto 9057/2017 sobre os indicadores do ENADE, o perfil das matrículas e a sustentabilidade econômico-financeira das instituições privadas de ensino superior no Brasil?”**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

A pesquisa tem como objetivo analisar o panorama do setor educacional brasileiro a partir do decreto 9057, de 2017, com base em indicadores estatísticos e econômico-financeiros, para os exercícios de 2017 a 2023, do setor educacional privado de ensino superior brasileiro para interessados no tema.

1.2.2 Objetivos específicos

- Verificar a evolução do indicador do ENADE no setor educacional privado brasileiro, ao longo dos anos de 2017 a 2022.
- Compreender as mudanças no perfil de matrículas nas instituições de ensino superior entre 2017 e 2022, identificando eventuais alterações nas suas características e avaliando como o decreto 9057/2017 pode ter influenciado essa evolução.
- Investigar o impacto financeiro nos grandes grupos educacionais privados brasileiros, examinando dados econômico-financeiros ao longo do período em análise, com ênfase na sustentabilidade das instituições e sua capacidade de se adaptar às mudanças promovidas pelo decreto.

1.3 JUSTIFICATIVA

O recorte temporal de 2015 a 2023 permite analisar o comportamento do setor educacional privado brasileiro antes e depois da implementação do Decreto nº 9.057/2017, que redefiniu as diretrizes da Educação a Distância (EAD) no país. Este período contempla diferentes marcos regulatórios e contextos socioeconômicos que influenciaram o setor. Além

disso, o intervalo inclui o período crítico da pandemia de Covid-19 (2020-2021), que impôs desafios inéditos à educação presencial e acelerou a adoção de modelos digitais (UNESCO, 2021). O Decreto 9.057/2017, ao flexibilizar regras para a oferta de cursos à distância, surge como um divisor de águas nesse contexto, tornando o recorte temporal adequado para captar tanto os efeitos diretos da nova regulamentação quanto os impactos de eventos exógenos que afetaram o perfil de matrículas e a configuração do mercado educacional (CNE/MEC, 2018; SARAIVA; ROSSATO, 2020).

O Decreto 9057/2017 trouxe profundas transformações ao ensino superior brasileiro. Segundo Godinho (2019), foi o novo marco regulatório da educação superior à distância. Entre as principais inovações foi a permissão da IES para a oferta de EAD sem a necessidade de credenciamento para a modalidade presencial. Dada a magnitude dessas mudanças, é crucial investigar os múltiplos impactos que este decreto pode ter gerado. Esta pesquisa se propõe a avaliar três aspectos fundamentais: a evolução dos indicadores do ENADE, o impacto financeiro nos grupos educacionais privados listados em bolsa de valores e as mudanças no perfil de matrículas.

A qualidade do ensino é um dos pilares centrais para o desenvolvimento educacional de qualquer nação. Conforme destacado por Vasconcellos (2012), a qualidade da educação superior é diretamente influenciada pela regulação estatal e pelas políticas institucionais, sendo essas determinantes na formação do capital humano e no crescimento econômico de longo prazo. Com o Decreto 9057/2017, foram implementadas novas diretrizes que poderiam influenciar significativamente o desempenho acadêmico e a eficácia das instituições de ensino superior.

Em relação à sustentabilidade financeira das instituições de ensino superior privadas, é vital a continuidade e a qualidade dos serviços oferecidos. Segundo Bertolin (2007), o crescimento das instituições privadas de ensino superior está intimamente ligado à capacidade de adaptação às mudanças regulatórias e ao ambiente econômico, especialmente em um contexto de crescente competitividade e incertezas no mercado. Dessa forma, investigar os resultados econômicos dos grupos educacionais privados ao longo dos anos é crucial para entender a resiliência e a capacidade de adaptação dessas organizações.

E, por fim, o perfil de matrículas é um indicador chave da acessibilidade e da inclusão no ensino superior. Mudanças de regulação podem influenciar a dinâmica de matrículas, alterando as características dos estudantes que ingressam nas instituições de ensino superior. Para Senkevics (2021), a análise do perfil de matrículas é fundamental para compreender as transformações no acesso à educação, especialmente em um cenário de expansão do EAD, que,

ao democratizar o acesso, também impõe novos desafios de inclusão e qualidade. Assim, ao analisar como o perfil de matrículas evoluiu entre 2017 e 2022, ajudará a determinar se as medidas adotadas promoveram maior acesso ao ensino superior ou se novos obstáculos surgiram.

E desta maneira, esta pesquisa é justificável pela necessidade de uma compreensão aprofundada e multidimensional das reformas regulatórias no ensino superior privado brasileiro. Avaliar os indicadores de ensino, a sustentabilidade financeira das instituições e as mudanças no perfil de matrículas poderá fornecer um panorama abrangente das consequências dessas mudanças regulatórias. Os resultados deste estudo podem contribuir para a literatura acadêmica, fornecendo instrumentos valiosos para formuladores de políticas, administradores educacionais e pesquisadores interessados em promover um sistema educacional mais eficiente, inclusivo e sustentável.

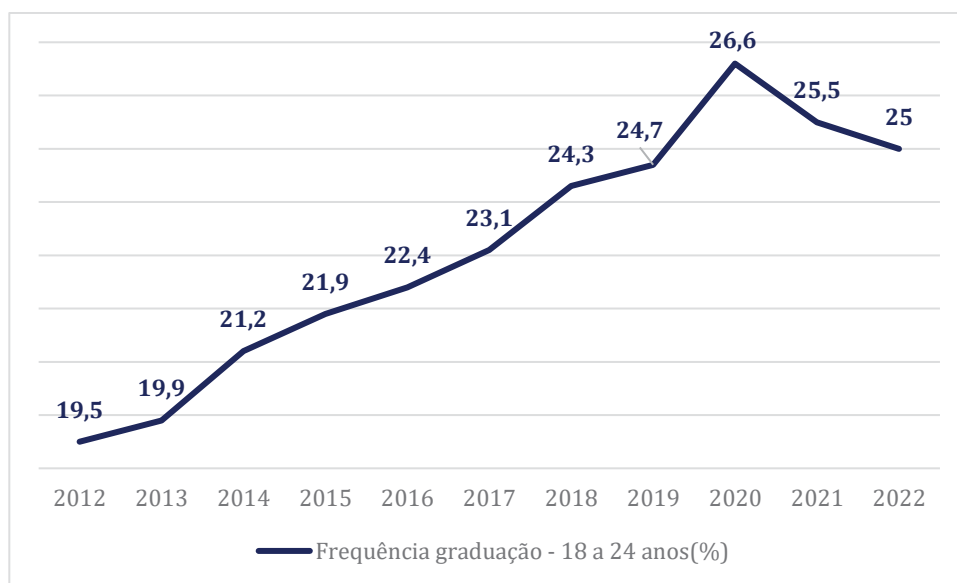
2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 SETOR EDUCACIONAL SUPERIOR BRASILEIRO

2.1.1 Características gerais do Ensino Superior Brasileiro

Apesar dos avanços no acesso à educação nas últimas décadas, o Brasil ainda apresenta baixos índices de escolarização no ensino superior. Dados da PNAD/IBGE indicam que a taxa de escolarização líquida no nível superior¹ permanece abaixo de 25%, o que significa que menos de 1 em cada 4 jovens nessa faixa etária está no ensino superior. Esse dado revela um importante desafio estrutural no país, relacionado à desigualdade de acesso, evasão escolar no ensino médio e barreiras socioeconômicas que dificultam a continuidade dos estudos.

Gráfico 1 - Taxa líquida de escolarização na educação superior - Brasil

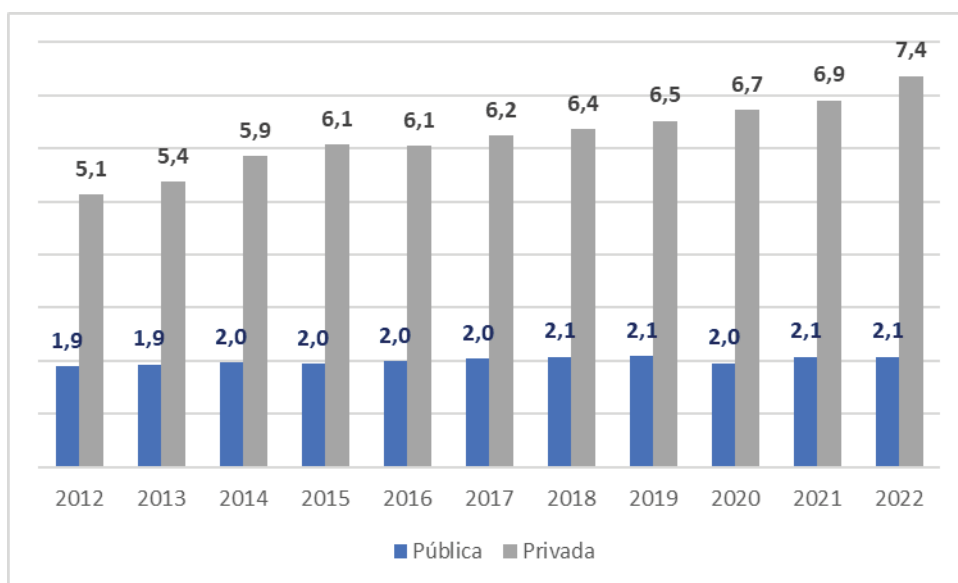


Fonte: adaptado autor de Dired/ Inep com base em dados da Pnad contínua/ IBGE (2012-2022)

Os dados apresentados indicam uma situação adversa. A taxa parte de 19,5%, em 2012 e cresce para 26,6%, em 2020, ou seja, nesse período, o crescimento foi de mais de 35%. A oferta de mais vagas no ensino superior pode ser considerada um fator para explicar esse incremento, no entanto, assim como se vê no gráfico 2, esse aumento de oferta não foi uniforme entre as instituições públicas e privadas. Desde 2012, o crescimento de matrículas no setor privado cresceu 43,3%, enquanto no ensino público apenas 9,4%. Demonstrando que o setor privado educacional tem papel fundamental para o cumprimento das iniciativas públicas. Segundo Pinto (2004) que analisou o setor educacional de 1960 a 2000 e concluiu que a política do governo federal para o setor tem sido a ampliação de vagas via privatização. A taxa de Escolarização Bruta na Educação Superior do país ainda é uma das mais baixas da América Latina, embora o grau de privatização seja um dos mais altos do mundo.

¹ Porcentagem de pessoas de 18 a 24 anos que frequentam o Ensino Superior em relação à população dessa faixa etária.

Gráfico 2 - Total de número de matrículas por tipo de instituição:



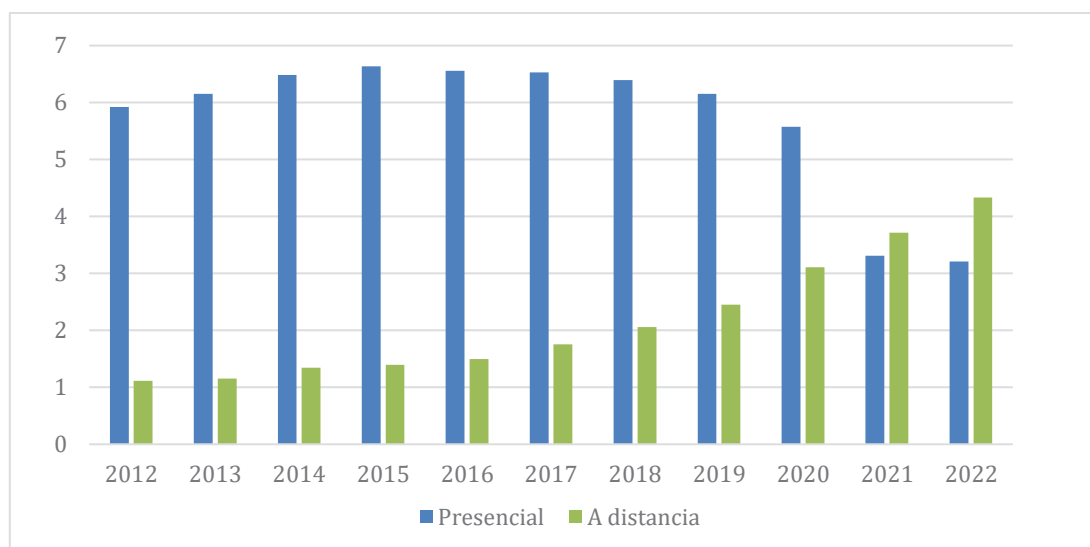
Fonte: adaptado pelo autor de Censo da educação superior (2024)

Outro ponto importante, em relação ao setor educacional de ensino superior, é a modalidade, seja ela presencial ou de ensino a distância (EAD). Segundo a Lei de Diretrizes e Bases da Educação (LDB), nº 9.394 de 20 de dezembro de 1996, que instituiu os programas de ensino a distância em seu artigo 80: “o Poder Público incentivará o desenvolvimento e a veiculação de programas de ensino a distância, em todos os níveis e modalidades de ensino, e de educação continuada.” E que teve sua última alteração, em 2017, via o decreto 9.057 de maio de 2017.

Behar (2009, p. 16) diz que EAD é um meio de desenvolver a “aprendizagem organizada, que se caracteriza, basicamente, pela separação física entre professor e alunos e a existência de algum tipo de tecnologia de mediação para estabelecer a interação entre eles”.

Dessa forma, segundo o censo da educação, a modalidade EAD atingiu em 2022, um total de 4 milhões e 330 mil matrículas em cursos de graduação, sendo que aproximadamente 96% são ofertadas pelo setor privado. Esse é um dos maiores valores atingidos da história educacional e o crescimento ano após ano de matrículas atinge taxas maiores de 10%, desde 2017. A redução de oferta de vagas no regime presencial fez com que no ano de 2021, as matrículas na modalidade EAD ultrapassassem o total de matrículas na modalidade tradicional presencial.

Gráfico 3 - Total de matrículas por tipo de modalidade (milhões):



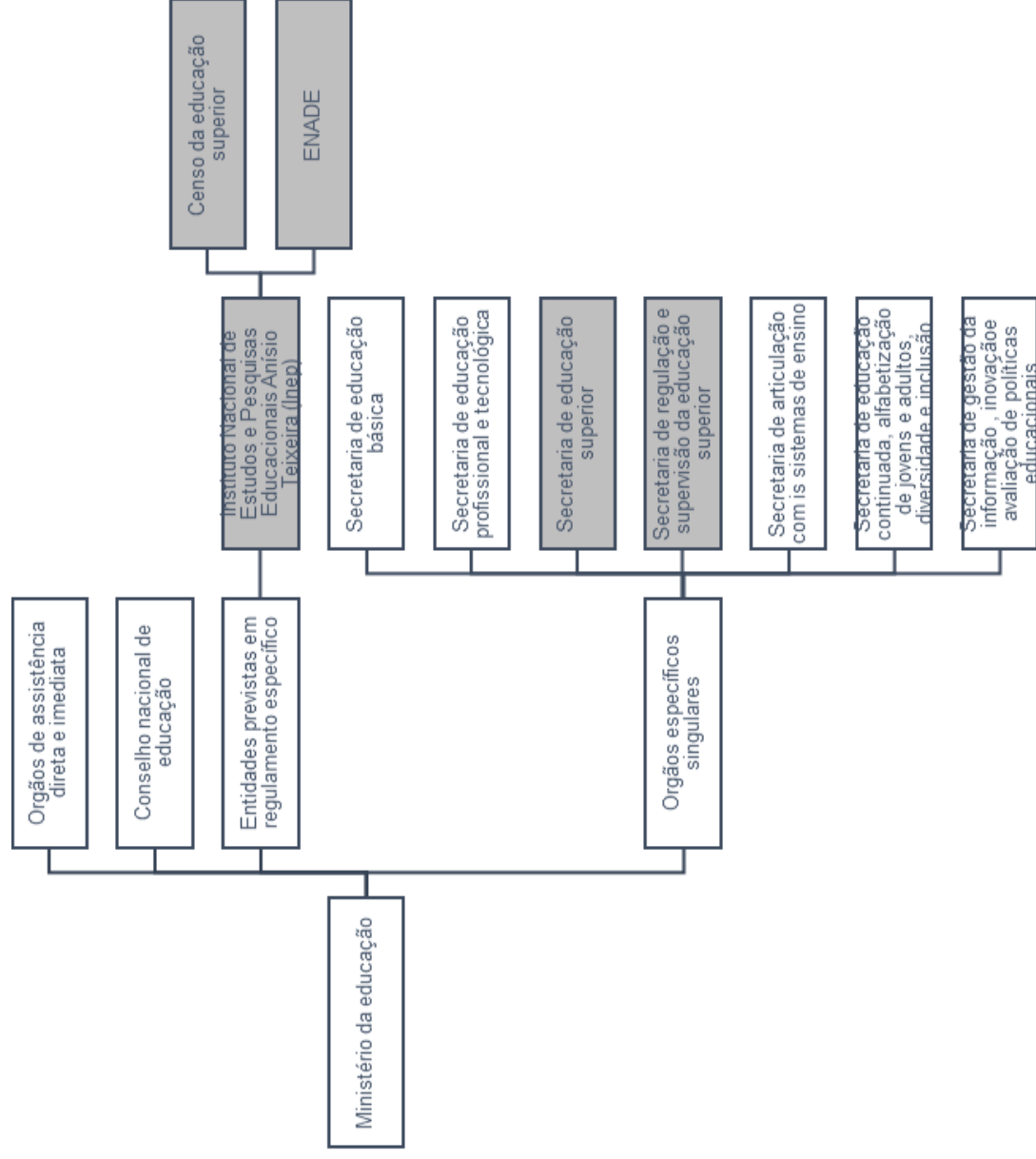
Fonte: adaptado pelo autor de Censo da educação superior (2024)

Essas mudanças de redução de matrículas, em cursos presenciais e aumento em cursos à distância, refletem uma série de fatores inter-relacionados que moldaram o ambiente educacional brasileiro. A expansão da Internet, a proliferação de cursos à distância, a diminuição das mensalidades e a flexibilização dos modelos educativos são as razões desta tendência. Segundo Scudeler e Tassoni (2022) e Demarco e Bendrath (2023), o Brasil desponta como um importante mercado internacional de educação a distância com avanço regional. Além disso, a recente pandemia do COVID19, de acordo com Araujo et al. (2020), potencializou a demanda por esse tipo de modalidade.

Segundo o Ministério da Educação, o setor educacional brasileiro é representado pelo Ministério da Educação (MEC) cujo decreto nº11.691, de 2023, determina as seguintes competências: política nacional de educação; educação em geral (exceto ensino militar); avaliação, informação e pesquisa institucional; pesquisa e extensão universitária; magistério e demais profissões; e assistência financeira a famílias carentes para a escolarização de seus filhos ou dependentes.

Sua estrutura hierárquica é composta por órgãos de assistência direta e imediata ao ministro de estado da Educação, órgãos específicos e singulares, órgão colegiado (Conselho nacional de educação) e entidades vinculadas previstas em regulamento específico (exemplo, as universidades federais) (MEC,2023).

Figura 1 - Hierarquia do Ministério da Educação:



Fonte: adaptado pelo autor de organograma Ministério da educação e cultura (2023)

As secretarias que atuam diretamente com o ensino superior são: Secretaria de Educação Superior e Secretaria de Regulação e Supervisão da Educação Superior. A primeira tem por objetivo planejar, orientar, coordenar e supervisionar o processo de formulação e implementação da política nacional de educação superior. Além disso, propor políticas de expansão e aprimoramento da educação superior, em consonância com o Plano Nacional de Educação – PNE (MEC, 2023).

De acordo com o parágrafo anterior, a segunda secretaria tem por principais objetivos autorizar, reconhecer e renovar o reconhecimento de cursos de graduação e sequenciais, presenciais e a distância; emitir parecer nos processos de credenciamento e credenciamento de instituições de educação superior para as modalidades presencial e a distância; supervisionar instituições de educação superior e cursos de graduação e sequenciais, presenciais e a distância, com vistas ao cumprimento da legislação educacional e aplicar-lhes eventuais penalidades previstas na legislação.

Já em relação aos projetos e programas adotados pelas entidades que atuam com o ensino superior, o Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira tem por objetivo o processo de avaliações e exames educacionais; pesquisas estatísticas e indicadores educacionais; e gestão do conhecimento e estudos. (INEP, 2023).

Segundo o portal do INEP, o instituto atua em prover anualmente o Censo da Educação Superior, que é o instrumento de pesquisa mais completo do Brasil sobre as instituições de educação superior que ofertam cursos de graduação e sequenciais de formação específica, bem como sobre seus alunos e docentes. No Censo, é possível consultar as estatísticas como: número de matrículas por ano, tipo de instituição e modalidade, número de cursos ofertados pelas instituições de ensino e informações quantitativas do corpo docente.

Além disso, o instituto atua no Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (ENADE), que tem por objetivo avaliar o rendimento dos concluintes dos cursos de graduação em relação aos conteúdos programáticos previstos nas diretrizes curriculares dos cursos, o desenvolvimento de competências e habilidades necessárias ao aprofundamento da formação geral e profissional (INEP, 2023).

Por meio dos resultados, o instituto publica anualmente o indicador chamado “Conceito ENADE”, sendo um importante instrumento de avaliação da educação superior brasileira (BITTENCOURT, 2008).

2.1.2 ALTERAÇÕES DA REGULAMENTAÇÃO DO ENSINO SUPERIOR BRASILEIRO

Ao longo dos últimos 10 anos, ocorreram diversas atualizações regulamentares no ensino superior brasileiro, mais recente, o decreto 9057 de 2017, do governo Michel Temer, que regulamenta o artigo 80 da lei nº 9394, de 20 de dezembro de 1996, estabelecendo as diretrizes e bases da educação nacional. Segundo a assessoria de comunicação do MEC (2017), esse decreto “aprimora e torna mais ágil o processo de supervisão, avaliação e regulação da educação superior tanto no ambiente público quanto no privado”.

Dentre os artigos mais relevantes estão:

Quadro 1 – Artigos selecionados decreto 9057/2017

Artigo:	Descrição:
Art. 11.	As instituições de ensino superior privadas deverão solicitar credenciamento para a oferta de cursos superiores na modalidade a distância ao Ministério da Educação.
§ 2º	É permitido o credenciamento de instituição de ensino superior exclusivamente para oferta de cursos de graduação e de pós-graduação lato sensu na modalidade a distância.
Art. 13.	Os processos de credenciamento e recredenciamento institucional, de autorização, de reconhecimento e de renovação de reconhecimento de cursos superiores na modalidade a distância serão submetidos à avaliação in loco na sede da instituição de ensino, com o objetivo de verificar a existência e a adequação de metodologia, de infraestrutura física, tecnológica e de pessoal que possibilitem a realização das atividades previstas no Plano de Desenvolvimento Institucional e no Projeto Pedagógico de Curso.
Art. 14.	As instituições de ensino credenciadas para a oferta de educação superior na modalidade a distância que detenham a prerrogativa de autonomia dos sistemas de ensino federal, estaduais e distrital independem de autorização para funcionamento de curso superior na modalidade a distância.

Fonte: adaptado pelo autor de ABMES (2024)

Segundo o MEC, o decreto garante uma maior autonomia às universidades e aos centros universitários de acordo com seus resultados de avaliação de qualidade. Além disso, assegura uma maior força aos processos de supervisão das instituições de educação superior que passam a responder solidariamente em eventuais problemas em suas instituições (MEC, 2017).

A portaria do MEC nº 2.117, de 6 de dezembro de 2017, regulamentou a oferta de carga horária na modalidade de ensino a distância (EAD) em cursos de graduação presenciais,

apresentando no segundo artigo, a possibilidade de implementação de até 40% de carga horária EAD em cursos presenciais.

Diante das diversas alterações ocorridas, foi realizado levantamento das leis e decretos publicados que citavam modificações no ensino superior. O resultado foi o seguinte:

Tabela 1 - Número de leis e decretos publicados

Ano	N. de decretos	N. de leis:	Total
2013	1	0	1
2014	1	1	2
2015	0	2	2
2016	1	2	3
2017	2	2	4
2018	1	1	2
2019	1	2	3
2020	1	1	2
2021	0	1	1
2022	2	1	3
Total	10	13	23

Fonte: adaptado pelo autor de ABMES (2024)

A maior quantidade de publicações ocorreu em 2017, com 2 decretos e 2 leis publicadas, seguido pelos anos 2016, 2019 e 2022 que tiveram 3 publicações cada uma. Cerca de 60% das publicações ocorreram entre 2015 a 2019 a partir da publicação da lei 13.005, de 2014 que aprovava o plano nacional de educação e possuía como estratégia a expansão de matrículas no ensino superior para elevar a taxa bruta de matrículas para 50% e a taxa líquida para 33% da população de 18 a 24 anos, assegurando a qualidade da oferta e expansão para 40% das novas matrículas no segmento público.

Quadro 2 - Resumo das principais leis e decretos com influência no setor educacional

Nome do ato:	Descrição do ato:	Ano:
Decreto Nº 11.149, De 26 De Julho De 2022	Altera o Decreto nº 5.493, de 18 de julho de 2005, que regulamenta a Lei nº 11.096, de 13 de janeiro de 2005, que institui o Programa Universidade para Todos - PROUNI.	2022
Decreto Nº 10.972, De 18 De Fevereiro De 2022	Altera o Decreto nº 5.493, de 18 de julho de 2005, que regulamenta a Lei nº 11.096, de 13 de janeiro de 2005, para dispor sobre a pré-seleção dos estudantes a serem beneficiados pelo Programa Universidade para Todos.	2022
Lei Nº 14.350, De 25 De Maio De 2022	Altera as Leis nºs 11.096, de 13 de janeiro de 2005, e 11.128, de 28 de junho de 2005, e a Lei Complementar nº 187, de 16 de dezembro de 2021, para aperfeiçoar a sistemática de operação do Programa Universidade para Todos (Prouni).	2022
Lei Nº 14.145, De 23 De Abril De 2021	Autoriza a prorrogação de contratos por tempo determinado no âmbito do Ministério da Educação, do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE), do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (Inep), da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) e da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS).	2021
Decretos Nº 10.287, De 20 De Março De 2020	Promulga o Acordo sobre a Criação e a Implementação de um Sistema de Credenciamento de Cursos de Graduação para o Reconhecimento Regional da Qualidade Acadêmica dos Respetivos Diplomas no Mercosul e Estados Associados, firmado em San Miguel de Tucumán, em 30 de junho de 2008.	2020
Lei Nº 14.024, de 09 De julho De 2020	Altera a Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, para suspender temporariamente as obrigações financeiras dos estudantes beneficiários do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies) durante o período de vigência do estado de calamidade pública reconhecido pelo Decreto Legislativo nº 6, de 20 de março de 2020.	2020
Decreto Nº 9.910, De 10 De Julho De 2019	Altera o Decreto nº 9.305, de 13 de março de 2018, que dispõe sobre a composição e as competências do Conselho de Participação do Fundo Garantidor do Fundo de Financiamento Estudantil - Fies e trata da integralização de cotas do Fundo Garantidor do Fies pela União.	2019
Lei Nº 13.868, de 03 De setembro De 2019	Altera as Leis nºs 4.024, de 20 de dezembro de 1961, e 9.394, de 20 de dezembro de 1996, para incluir disposições relativas às universidades comunitárias.	2019
Lei Nº 13.826, De 13 De Maio De 2019	Altera a Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996 (Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional), para dispor sobre a divulgação de resultado de processo seletivo de acesso a cursos superiores de graduação.	2019
Decreto Nº 9.305, De 13 De Março De 2018	Dispõe sobre a composição e as competências do Conselho de Participação do Fundo Garantidor do Fundo de Financiamento Estudantil - Fies e trata da integralização de cotas do Fundo Garantidor do Fies pela União.	2018
Lei Nº 13.620, De 15 De Janeiro De 2018	Institui o dia 27 de novembro como Dia Nacional de Educação a Distância.	2018
Decreto Nº 9.235, De 15 De Dezembro De 2017	Dispõe sobre o exercício das funções de regulação, supervisão e avaliação das instituições de educação superior e dos cursos superiores de graduação e de pós-graduação no sistema federal de ensino.	2017

Nome do ato:	Descrição do ato:	Ano:
Decreto Nº 9.057, de 25 de maio de 2017	Regulamenta o art. 80 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional.	2017
Lei Nº 13.530, de 07 de dezembro de 2017	Altera a Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, a Lei Complementar nº 129, de 8 de janeiro de 2009, a Medida Provisória nº 2.156-5, de 24 de agosto de 2001, a Medida Provisória nº 2.157-5, de 24 de agosto de 2001, a Lei nº 7.827, de 27 de setembro de 1989, a Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, entre outras.	2017
Lei Nº 13.490, de 10 de outubro de 2017	Altera o art. 53 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996 (Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional), para dispor sobre doações às universidades.	2017
Decreto Nº 8.754, de 10 de maio De 2016	Altera o Decreto nº 5.773, de 9 de maio de 2006, que dispõe sobre o exercício das funções de regulação, supervisão e avaliação de instituições de educação superior e cursos superiores de graduação e sequenciais no sistema federal de ensino.	2016
Lei Nº 13.366, de 01 De dezembro De 2016	Altera as Leis nºs 10.260, de 12 de julho de 2001, que “dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao estudante do Ensino Superior e dá outras providências”, para atribuir às instituições de ensino responsabilidade parcial pela remuneração dos agentes operadores do Fundo, e 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que "estabelece as diretrizes e bases da educação nacional", para vedar a concessão de tutela antecipada que tenha por objeto a autorização para o funcionamento de curso de graduação por instituição de educação superior.	2016
Lei Nº 13.267, de 06 De abril De 2016	Disciplina a criação e a organização das associações denominadas empresas juniores, com funcionamento perante instituições de ensino superior.	2016
Lei Nº 13.234, De 29 De Dezembro De 2015	Altera a Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996 (Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional), para dispor sobre a identificação, o cadastramento e o atendimento, na educação básica e na educação superior, de alunos com altas habilidades ou superdotação.	2015
Lei Nº 13.174, De 21 De Outubro De 2015	Inserir inciso VIII no art. 43 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional, para incluir, entre as finalidades da educação superior, seu envolvimento com a educação básica.	2015
Decreto Nº 8.204, de 07 De março De 2014	Altera o Decreto nº 5.493, de 18 de julho de 2005, que regulamenta o disposto na Lei nº 11.096, de 13 de janeiro de 2005, que institui o Programa Universidade para Todos - ProUni.	2014
Lei Nº 13.005, De 25 De Junho De 2014	Aprova o Plano Nacional de Educação - PNE e dá outras providências.	2014
Decreto Nº 8.142, De 21 De Novembro De 2013	Altera o Decreto nº 5.773, de 9 de maio de 2006, que dispõe sobre o exercício das funções de regulação, supervisão e avaliação de instituições de educação superior e cursos superiores de graduação e sequenciais no sistema federal de ensino, e dá outras providências.	2013

Fonte: adaptado pelo autor de ABMES (2024)

2.1.3 PERFIL DOS ESTUDANTES DE ENSINO SUPERIOR

O perfil de alunos do ensino superior alterou significativamente nas últimas décadas, desde a implantação de cotas sociais e raciais (MEC) até mudanças na forma de entrada, como o processo SISU (MEC). Vale destacar que essas alterações têm por objetivo o cumprimento de políticas sociais voltadas à educação propostas no programa nacional da educação (PNE), que é realizado e revisado a cada 10 anos.

Ristoff (2014) realizou uma pesquisa intitulada de “o novo perfil do campus brasileiro (...) e trouxe dados a partir de informações do ENADE como:

- No período de 2004 a 2012, em média, o campus brasileiro continua significativamente mais branco que a sociedade brasileira.
- O campus brasileiro não representava a realidade populacional revelada pelo Censo do IBGE, no qual pretos e pardos eram de 51% e brancos de 48%.
- A origem social e situação econômica da família do estudante é um fator determinante na trajetória do jovem universitário brasileiro.

Já o estudo de Ferreira e Mourão (2020) abordou, sob a perspectiva do ensino superior à distância, o panorama do EAD brasileiro com a mudança em procedimentos, adição de recursos com *gamificação* e a ampliação de uso de rede sociais para aumentar a difusão de conhecimento. Além disso, verificaram que a diferença etária diminuiu nas modalidades de ensino (EAD e presencial), podendo ser um indício de alteração de percepção de preferência de modalidade de ensino entre os mais jovens.

Contudo, segundo a coluna do jornalista Cláudio Vieira no Estadão (2024) persistem desafios significativos no cenário do ensino superior brasileiro, incluindo a falta de inclusão e a concentração de estudantes universitários, no Sudeste. De acordo com os dados oficiais, 37% dos alunos do ensino superior se declararam pretos e pardos. Informações recentemente divulgadas, pelo Censo Demográfico de 2022, indicam que pretos e pardos representam 55,5% da população, evidenciando a necessidade de avanço nas políticas públicas de cotas para que as matrículas no ensino superior reflitam a realidade da população brasileira. Entre 2012 e 2022, houve um crescimento de 11,1 pontos percentuais nas matrículas de alunos negros e pardos na rede privada. Na rede pública, com as políticas de cotas, esse aumento chegou a 11 pontos percentuais.

Em termos regionais, os estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro concentram 41,7% do total de alunos matriculados no ensino superior do país. Santa Catarina

tem o maior percentual de alunos na rede particular (86,4%), enquanto no Rio Grande do Norte, 56,8% das matrículas são na rede privada, sendo o único estado com menos de 60% das matrículas na rede privada.

A análise por faixa etária mostra que os cursos presenciais ainda têm maioria de estudantes até 24 anos (acima de 60% tanto na rede privada quanto na pública). Nos cursos EAD, apesar do aumento de 488% no número de alunos na faixa etária de até 24 anos de 2012 a 2022 ainda não representa um fator significativo de inclusão de jovens no ensino superior. Apenas 26% e 15% dos alunos nas redes privada e pública, respectivamente, estão no ensino a distância.

2.2 ESTRUTURA DA FIRMA E FALHAS DE MERCADO

2.2.1 TEORIA DA FIRMA

No começo do século XX, as pessoas começaram a se perguntar por que empresas existem, quais são seu escopo e limitações e como elas interagem entre si. Nesse sentido, Coase (1937) desenvolveu o estudo em como os indivíduos interagem com o mercado e com o sistema de preços para alocar recursos e como empresas abasteciam essas necessidades. Dessa forma, Coase reconheceu que aplicar mecanismos de preço tem custos, como: custos de informações, custos contratuais e que esses custos poderiam ser internalizados ou não. Mas, segundo o autor, a hipótese da internalização era positiva desde que os custos crescessem até o limite do incremento dos custos correspondentes sob a perspectiva do mercado.

Williamson (1981) afirma que as firmas são estruturadas de maneira específica para reduzir os custos de transação ao realizarem negócios no mercado. Ele argumenta que a especificidade dos ativos, o oportunismo, a racionalidade limitada e os mecanismos de governança são elementos centrais em seu estudo. Ou seja, ele explora a determinação de limites eficientes entre firmas e mercados, bem como os limites das transações internas, como o desenho das relações de trabalho. Dessa forma, tais elementos influenciam diretamente os custos de transação.

O esquema da indução das formas de governança é demonstrado por Zylbersztajn (1995), em que aborda as características básicas das transações passando pelas leis contratuais e sendo amparado pelo ambiente institucional e pressupostos comportamentais.

Segundo Spulber (2009), os principais objetivos da teoria econômica da firma são determinar porque elas existem, como elas são feitas e o que elas produzem. Empresas são

instituições econômicas nas quais objetivos, decisões e atividades são os resultados fundamentais das forças econômicas. Sob a perspectiva dos acionistas, o objetivo de uma firma é a maximização da riqueza dos acionistas que leva a entidade a tomar decisões para que os resultados sejam mais eficientes.

Segundo Mankiw (2005, p. 268): “os economistas normalmente assumem que o objetivo de uma empresa é maximizar o lucro e que essa hipótese funciona bem na maioria dos casos”. Nessa mesma linha, Vasconcellos (2014) afirma que, sob o princípio da racionalidade, o empresário sempre busca a maximização do lucro total, otimizando a utilização dos recursos de que dispõe. Dessa forma, sob a perspectiva apresentada, a teoria da firma assume que o objetivo da empresa é a maximização dos lucros. E por fim, é possível afirmar que toda a teoria microeconômica é construída a partir deste paradigma.

De acordo com Jensen (2010), os administradores das empresas devem perseguir a maximização do valor de mercado de longo prazo. Ao maximizar o valor da empresa, os acionistas teriam a sua riqueza maximizada também, pois os acionistas têm direito ao valor da firma. Ele destaca que o valor da firma não seria apenas o valor do patrimônio líquido, e sim, de todos os direitos/deveres financeiros como dívidas, garantias e ações preferenciais.

Na área de Finanças Corporativas, os autores apontam caminhos similares. Brealey, Myers e Allen (2008) afirmam que “o segredo do sucesso da gestão financeira é a criação de valor”. Como também Ross et al. (2015) reforçam essa ideia ao afirmar que o objetivo da empresa é a criação de valor por meio de investimentos e da utilização de estruturas de financiamentos. Segundo esses autores, a administração financeira deve sempre buscar a maximização da riqueza dos acionistas, o que implica a adoção de decisões de investimento que aumentem o valor da empresa.

Ross et al. (2015) também destacam que todas as técnicas relacionadas à administração financeira das empresas, como a análise de risco, a estrutura de capital, a gestão de caixa e a política de dividendos, são direcionadas para a maximização da riqueza dos acionistas. Sob essa perspectiva, um projeto de investimento deve ser implementado apenas se as análises indicarem que ele agregará valor à empresa, ou seja, se o Valor Presente Líquido (VPL) for positivo.

Essa abordagem integrada da gestão financeira é fundamental para garantir que as empresas não apenas sobrevivam em mercados competitivos, mas prosperem, gerando retornos sustentáveis para seus acionistas no longo prazo.

Com o passar do tempo, outras dimensões da teoria da firma foram sendo desenvolvidas, como é o caso do estudo de Zingales (2017), em que o autor argumenta que grandes corporações podem ser influenciadas tanto economicamente como politicamente. No

sentido que megacorporações podem transformar Estados pequenos em “república das bananas” e ameaçar economias maiores. Para mitigar esses riscos e equilibrar os interesses entre firmas e governos, é essencial aumentar a transparência corporativa, combater a captura de cientistas por interesses corporativos, fortalecer a autoridade antitruste e garantir a independência da mídia.

No contexto de setores regulados com o educacional, Tasca et al. (2013) destacam que companhias que necessitam de capital intensivo e são alavancadas tendem a amplificar os riscos sistêmicos, sobretudo em mercados com baixa diversificação de receitas que dependem de financiamento público ou programas de incentivo estudantil. Belaounia et al. (2024) analisaram como a qualidade regulatória de um país influencia os níveis de alavancagem corporativa, mostrando que instituições inseridas em ambientes com instabilidade regulatória correm maior risco ao operar com elevados níveis de dívida.

Czarnecki & Sauer (2024) investigaram como variações nos modelos de financiamento (por bloco público, taxas reguladas, fontes competitivas) afetam a estrutura financeira das instituições de ensino, mostrando que aquelas com maior acesso ao financiamento competitivo (por exemplo, taxas diferenciadas e contratos de pesquisa) apresentam níveis mais elevados de alavancagem. Além disso, os autores verificaram uma aproximação de práticas corporativas nos processos, mas mantendo especificidades do setor educacional. E que existe uma tensão constante entre necessidade de investir para competir e os riscos associados ao aumento de alavancagem financeira.

A partir dos anos 1980, as estratégias de negócios começou a ser influenciada com o surgimento da Visão Baseada em Recursos, ou RBV. Essa abordagem mudou o foco da análise do ambiente externo para os recursos internos das empresas. Segundo Barney (1991), as diferenças no desempenho das empresas acontecem porque seus recursos são diferentes e nem sempre podem ser facilmente movidos ou copiados. Além disso, apenas os recursos que são valiosos, únicos, difíceis de serem imitados e insubstituíveis podem proporcionar uma vantagem competitiva duradoura. Dessa forma, a empresa deixa de ser apenas um conjunto de atividades contratuais e passa a ser vista como um conjunto estratégico de recursos e habilidades, cuja combinação especial explica seu desempenho superior.

A teoria da RBV tem suas limitações, especialmente, relacionado à mudanças tecnológicas e de concorrência, porque ela considera os recursos como algo relativamente fixo. Como consequência, Teece, Pisano e Shuen (1997) criaram o conceito de capacidades dinâmicas. Essas capacidades são as habilidades que uma organização tem de integrar, desenvolver e reorganizar suas competências internas e externas para se adaptar às mudanças

no ambiente. Assim, a vantagem competitiva não depende só de possuir recursos estratégicos, mas também de conseguir renová-los continuamente, promovendo aprendizado, adaptação e inovação.

Posteriormente, Teece (2007) aprofundou esse conceito ao explicar melhor as micro fundamentações das capacidades dinâmicas. Ele fala sobre os processos, rotinas e estruturas dentro da organização que ajudam a empresa a se transformar. E destaca três aspectos principais nesse processo: o primeiro é o *sensing*, que é identificar mapear oportunidades e ameaças; o segundo é o *seizing*, que envolve mobilizar recursos e criar estratégias para aproveitar as oportunidades encontradas; e o terceiro é o *transforming*, que consiste em reorganizar e recombinar ativos tangíveis e intangíveis para manter a competitividade ao longo do tempo.

Dessa forma, a firma é concebida não apenas como uma estrutura de coordenação eficiente, mas como uma entidade empreendedora, inovadora e adaptativa, capaz de aprender, criar e remodelar seus recursos para moldar os ecossistemas de negócios em que está inserida (Teece, 2007). Essa visão amplia o escopo da teoria da firma ao incorporar o dinamismo e a complexidade das interações econômicas atuais.

2.2.2 TEORIA DE FALHA DE MERCADO

Existem duas correntes predominantes denominadas como: clássicas e Keynesianistas. Na primeira, em regra, o Estado não deve intervir. Já os Keynesianistas pressupõem a intervenção devido as falhas de mercado nas quais o sistema de preços (oferta versus demanda) não consegue atuar de forma eficiente. Mankiw (2011) diz que no mundo real, mercados perfeitamente competitivos são raros, existindo falhas de mercados que justificam a intervenção do governo, pois, as falhas de mercado são uma situação em que o mercado por si só fracassa ao alocar recursos com eficiência.

Dessa forma, Pindyck (2006) descreve que existem quatro tipos de falhas de mercado: poder de mercado; assimetria de informações; externalidades e bens públicos.

- a) Externalidades: quando a ação de determinado agente econômico pode causar consequência para outro agente econômico que não faz parte da ação. Elas podem ser “positivas” ou “negativas”. Para incentivar ou coibir, existem soluções de política pública ou soluções privadas. Em que, o primeiro pode ser definido com as “políticas de comando e controle” (regulamentação) e políticas baseadas no mercado

(taxas corretivas e subsídios). Já as soluções privadas, estão baseadas em códigos morais e contratos entre as partes.

- b) Bens públicos: são bens que, uma vez produzidos, beneficiam a todos, sem possibilidade de exclusão, como a segurança pública ou a iluminação das ruas. Esses bens geralmente não são fornecidos de forma adequada pelo mercado, pois as pessoas podem se beneficiar sem pagar por eles.
- c) Poder de mercado e Monopólios naturais: Rezende enfatiza o problema dos monopólios, que ocorre quando uma única empresa domina o mercado e passa a manipular os preços, restringindo a oferta e prejudicando os consumidores. No caso de monopólios naturais, como os serviços públicos, o poder de mercado é especialmente problemático porque a competição não é viável e o Estado precisa intervir para regular ou fornecer os serviços.
- d) Assimetria de informações: quando uma das partes em uma transação tem mais ou melhores informações do que a outra, o que pode levar a decisões ineficientes. Um exemplo disso é o mercado de seguros, onde a seguradora pode ter menos informações sobre o risco real de um cliente.

Castro (2005) abordou as falhas de mercado no ensino superior com foco na assimetria de informação, em que os estudantes e famílias têm dificuldade em acessar informações confiáveis sobre qualidade dos cursos, o que prejudica as escolhas e permite que instituições com maiores gastos em marketing, mas menor qualidade, prevaleçam. E outra falha, a externalidade, que o ensino superior gera benefícios sociais amplos, como o desenvolvimento econômico e social, que não são valorizados no mercado, resultando em investimentos insuficientes tanto públicos quanto privados.

Bertolin (2011) analisou o setor de ensino superior sob a perspectiva de falhas de mercado e afirma que a lógica de mercado frequentemente falha em atender às necessidades educacionais fundamentais, como pesquisa em áreas não comerciais. Além disso, a concorrência entre instituições pode aumentar desigualdades, concentrar recursos em instituições de elite e prejudicar a oferta pública gratuita. E finalmente, o autor afirma que a intervenção estatal é indispensável para corrigir falhas de mercado e direcionar o sistema educacional aos objetivos estratégicos de desenvolvimento socioeconômico.

Castro (2015) analisou as políticas públicas voltadas para a regulação do ensino superior brasileiro, destacando que, embora o setor privado tenha se expandido significativamente, ele

enfrenta sérias falhas de mercado, como assimetria de informação, desigualdade social e cobertura incompleta das funções educacionais.

Silveira (2020) abordou os desafios enfrentados pelo setor de ensino superior privado no Brasil, destacando os limites e falhas dos arranjos institucionais existentes. O autor sugere a adoção de arranjos institucionais dinâmicos e conectados às constantes mudanças do setor, incorporando elementos como a difusão do conhecimento e os processos de mercado.

A pesquisa indica que as políticas públicas atuais, muitas vezes, geram efeitos contrários aos objetivos pretendidos, como ampliação de acesso e melhoria da qualidade. Isso é atribuído a concepções jurídicas inadequadas e ao uso de modelos econômicos pouco adaptados à realidade do setor.

Abello-Romero et al. (2021) destacam que, na América Latina, as assimetrias informacionais entre gestores, docentes e órgãos de regulação impactam diretamente os processos de governança universitária, dificultando a alocação eficiente de recursos e a transparência nas decisões institucionais. Evidenciando um típico problema de falha de mercado, no qual a ausência de informações claras e acessíveis prejudica a capacidade dos agentes envolvidos de tomar decisões racionais, além de exigir maior atuação do Estado na regulação e no monitoramento das instituições de ensino a fim de mitigar tais distorções.

2.2.3 ECONOMIA DA EDUCAÇÃO

Nas últimas décadas, o setor de educação superior, por meio de medidas governamentais, recebeu incentivo e benefícios para se desenvolver e crescer. Marques (2013) analisou o setor educacional pós-golpe militar de 1964. Ele destacou que as instituições evoluíram de instituições religiosas para conglomerados educacionais listados em bolsa de valores. Além disso, passou a ser discutido o papel do Estado brasileiro permissivo e incentivador para a mercantilização e oligopolização da educação superior.

Carvalho (2013) também aborda o processo de mercantilização da educação superior no Brasil, por meio da profissionalização da gestão da IES, transformação de universidades em conglomerados educacionais e a crescente participação de capital estrangeiro por meio de aquisições e abertura de capital. A análise mostra como o setor privado dominou a educação superior, absorvendo a maior parte das matrículas, enquanto o setor público enfrentou limitações de recursos e alcance. A crescente concentração de poder econômico em grandes conglomerados educacionais é apresentada como reflexo de práticas político-econômicas do Estado, em que as fronteiras entre público e privado permanecem difusas.

Ball (2012) analisa como a lógica empresarial reconfigurou o setor educacional transformando-o em um mercado globalizado onde as decisões passam a ser orientadas por interesses econômicos e estratégicos de grandes corporações e redes transnacionais. Essa mercantilização da educação implica uma mudança na forma como se entende o investimento educacional, privilegiando modelos baseados em eficiência, mensuração de resultados e competitividade, em detrimento de uma visão mais ampla do papel social da educação. O autor evidencia os impactos das políticas públicas pautadas na economia do mercado, cuja qualidade e acesso são pautadas por dinâmicas financeiras, que podem levantar questões de equidade, financiamento e sustentabilidade do setor educacional.

Dessa forma, a economia da educação superior no Brasil revela-se marcada por um processo intenso de mercantilização e concentração, impulsionado tanto por políticas públicas permissivas quanto por estratégias empresariais que priorizam o lucro e a eficiência financeira. Essa dinâmica tem reconfigurado o papel das instituições educacionais, que cada vez mais atuam como agentes econômicos em um mercado globalizado, o que traz desafios significativos para a equidade no acesso, a qualidade do ensino e a sustentabilidade financeira do setor

2.2.4 RELEVÂNCIA DAS TEORIAS DA FIRMA E DE FALHAS DE MERCADO NO SETOR EDUCACIONAL PRIVADO BRASILEIRO

No contexto das empresas do setor privado educacional brasileiro, essas teorias assumem particular relevância. Este setor enfrenta desafios específicos, como a regulamentação governamental – por meio do MEC - a necessidade de investimentos contínuos em infraestrutura e tecnologia, a competição acirrada por alunos e corpo docente qualificado. A teoria da firma pode ser aplicada para entender como essas empresas organizam seus recursos e processos para maximizar lucros e, por extensão, a riqueza dos acionistas.

Além disso, elas precisam equilibrar objetivos financeiros com a missão educacional. A maximização de lucros implica não apenas eficiência operacional, mas também a capacidade de atrair e reter alunos, oferecendo programas de qualidade e infraestrutura adequada. Além disso, essas empresas devem gerenciar sua estrutura de capital de forma a financiar expansões e inovações sem comprometer a sustentabilidade financeira.

A teoria de estrutura de capital é crucial nesse contexto. Escolher a proporção adequada de dívida e capital próprio pode afetar significativamente a capacidade de uma instituição educacional de investir em novas tecnologias, expandir suas instalações e atrair talentos. A

dívida pode oferecer benefícios fiscais, mas também aumenta o risco financeiro, especialmente em um setor onde a demanda pode ser influenciada por fatores econômicos e políticos.

Dessa forma, as empresas do setor privado educacional brasileiro devem aplicar os princípios da teoria da firma e da teoria de estrutura de capital para tomar decisões estratégicas que assegurem sua sustentabilidade e crescimento a longo prazo, ao mesmo tempo que atendem às expectativas dos acionistas e mantêm seu compromisso com a qualidade educacional.

O estudo de Brunozi et al. (2016) analisou a relação entre a estrutura de capital e diversas variáveis independentes de empresas do setor de serviços listadas na bolsa de valores, no período de 2007 a 2013: tamanho, tangibilidade, *market to book*, lucratividade, liquidez (folga financeira), ciclo operacional e giro do ativo. Constatou que apenas a tangibilidade não foi uma métrica explicativa significativa para a estrutura de capital. As variáveis folga financeira e lucratividade foram significativas e apoiaram as pressuposições da *Pecking Order Theory*.

No artigo de Nazareth et al. (2017), os autores buscaram compreender o retorno dos ativos considerando o desempenho corrente das empresas educacionais listadas na bolsa de valores do período de 2008 a 2015, por meio de medidas de desempenho, geração de valor e estrutura de capital. Os autores constatarem que as empresas tiveram redução de valor ao longo do período.

Reis (2019) analisou a relação entre o endividamento das instituições de ensino superior privadas e as políticas de financiamento estudantil, destacando que mudanças abruptas no modelo do FIES impactam diretamente a capacidade dessas instituições de honrar compromissos financeiros de curto e médio prazo.

Souza e Chaves (2021) analisaram como as políticas públicas de financiamento estudantil, especialmente o FIES, impulsionaram a expansão e consolidação de instituições privadas no ensino superior brasileiro. O artigo investiga a relação entre o acesso facilitado ao crédito estudantil e o crescimento das matrículas privadas, destacando os desafios financeiros e estratégicos enfrentados pelas instituições para manter a sustentabilidade diante das mudanças regulatórias e das flutuações no financiamento público.

Além dos fundamentos teóricos clássicos, estudos recentes têm destacado os desafios persistentes na qualidade da educação superior brasileira, mesmo diante da expansão da oferta. Relatórios do Todos pela Educação (2022) e da OCDE (2023) apontam que o crescimento de matrículas no ensino a distância, em especial no setor privado, não foi acompanhado por melhorias proporcionais nos indicadores de aprendizagem. Dados recentes do INEP (2023) também mostram disparidades significativas entre cursos presenciais e a distância nos

resultados do ENADE. Esses achados reforçam a importância de analisar os efeitos regulatórios do Decreto 9.057/2017 à luz de evidências atualizadas.

2.3 ANÁLISE DE ÍNDICES ECONÔMICO-FINANCEIROS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A análise de índices econômico-financeiros e de balanços são ferramentas valiosas que auxiliam os gestores na tomada de decisão, permitindo-lhes refinar as informações disponíveis. De acordo com Padoveze (2004), a análise de balanços utiliza um conjunto clássico de indicadores econômico-financeiros, que são subdivididos em indicadores de liquidez, rentabilidade e endividamento. Teixeira e Melo (2011) complementam que esses indicadores desempenham um papel importante ao demonstrar aspectos como a capacidade de gerar recursos para pagar dívidas, o grau de endividamento junto a terceiros e a lucratividade para os investidores.

2.3.1 Índices de liquidez

De acordo com Padoveze (2004), os índices de liquidez têm a finalidade de avaliar a capacidade da empresa em cumprir seus compromissos financeiros, verificando se seus ativos são suficientes para honrar as obrigações com terceiros. Os principais índices de liquidez incluem liquidez imediata, liquidez corrente, liquidez seca e liquidez geral.

Além disso, Diniz (2015) destaca que o fator tempo é um aspecto importante na análise de liquidez, podendo ser realizada em curto ou longo prazo e que os índices têm relação com a capacidade de transformação dos recursos financeiros em dinheiro, não se limitando à disponibilidade de caixa para pagamentos pontuais.

a) Índice de Liquidez imediata

Segundo Assaf Neto (2015), este índice representa a relação entre o disponível e o passivo circulante, ou seja:

$$LI = \frac{\text{Disponibilidades}}{PC} \times 100$$

Dessa forma, o índice de liquidez imediata demonstra a capacidade de pagar seus compromissos de curto prazo apenas com os recursos mais líquidos, que são o caixa, bancos e aplicações financeiras. E que será demonstrado quantos reais possui para cada 1 real de obrigação no curto prazo.

b) Índice de Liquidez corrente

Conforme Assaf Neto (2015), esse índice indica quantos reais a empresa possui no curto prazo para cada 1 real de obrigações de curto prazo, ou seja, demonstra qual a capacidade da companhia para honrar seus compromissos no curto prazo com seus recursos. Para calcular o índice de liquidez corrente é necessário saber o total do ativo circulante e o total do passivo circulante.

$$LC = \frac{AC}{PC} \times 100$$

c) Índice de Liquidez seca

Para calcular o índice de liquidez corrente é necessário conhecer o ativo circulante, o valor dos estoques e o total do passivo circulante. Em que se deve diminuir do total do ativo circulante os estoques, e depois, dividir pelo passivo circulante (Assaf Neto, 2015).

$$LS = \frac{AC - Estoques}{PC} \times 100$$

Esse índice indica quantos reais a companhia têm de bens e direitos de curto prazo, menos seus estoques, para cada 1 real de dívida no curto prazo. Dessa forma, é possível comparar empresas que possuem e não possuem estoques, com o intuito de definir sua liquidez de curto prazo.

d) Índice de Liquidez geral

O índice de liquidez geral demonstra quantos reais a companhia possui para cada 1 real de dívida. Esse índice é calculado a partir de seus ativos circulantes mais ativos não circulantes, divididos pelo passivo circulante e passivo não circulante (Assaf Neto, 2015).

$$LG = \frac{AC + ANC}{PC + PNC} \times 100$$

Esse índice considera a situação da companhia no curto e longo prazo, indicando a capacidade que ela tem em cumprir com suas obrigações totais com seus recursos totais.

2.3.2 Índices de endividamento

Os indicadores de endividamento, também conhecidos como índices de estrutura de capital, segundo Assaf Neto (2015), são utilizados para analisar as fontes de capital de uma empresa, demonstrando a relação entre o capital de terceiros (passivo circulante e passivo não circulante) e o capital próprio (patrimônio líquido). Os indicadores de endividamento geral e a participação de capitais de terceiros são exemplos de índices utilizados nesta análise.

Diniz (2015) destaca que a análise de endividamento busca demonstrar a estrutura da empresa, relacionando o capital próprio e de terceiros, bem como a obtenção de recursos financeiros e sua exigibilidade ao longo do tempo.

a) Índice de endividamento total

Este índice demonstra qual é a proporção de capital de terceiros e quanto é próprio, em relação ao total de bens e direitos.

$$ET = \frac{PC + PNC}{Ativo} \times 100$$

Quando observamos um aumento no índice de endividamento pode-se aferir que a proporção de capital de terceiros em relação ao total de investimento incrementou ao longo dos

anos. No entanto, um alto endividamento não significa que o negócio é ruim, deve-se levar em consideração o contexto e perspectivas de retorno futuros.

b) Composição do endividamento

Segundo Assaf Neto (2015), a composição de endividamento indica quanto de capital de terceiros é a curto prazo. Tem-se para o cálculo a razão do passivo circulante e o passivo circulante mais o não circulante.

$$CE = \frac{PC}{PC + PNC} \times 100$$

A composição do endividamento demonstra para cada 1 real o quanto de obrigações estão no curto prazo.

2.3.3 Índices de rentabilidade

Por fim, os indicadores de rentabilidade permitem avaliar o retorno sobre os investimentos realizados na empresa e os rendimentos do capital investido pelos acionistas. Os principais índices de rentabilidade incluem a margem líquida, a rentabilidade do patrimônio líquido e a rentabilidade do ativo. Diniz (2015) reforça que a análise desses índices é crucial, pois a rentabilidade é considerada universalmente como o principal objetivo de uma empresa.

a) Rentabilidade do ativo

Esse índice tem por objetivo demonstrar a rentabilidade sobre os ativos totais, ou seja, a rentabilidade sobre o total investido, seja capital próprio ou de terceiros. Para calcular é necessário ter conhecimento do lucro líquido e ativo total da companhia.

$$ROA = \frac{LL}{Ativo} \times 100$$

O ROA demonstra quanto há de ganho ou perda para cada 1 real investido.

b) Rentabilidade do patrimônio líquido

A rentabilidade do patrimônio líquido, também chamada de ROE, indica quanto é o retorno da companhia comparada com o valor investido pelos acionistas/ cotistas. Para calcular o indicador é necessário conhecer o lucro líquido e o patrimônio da companhia.

$$ROE = \frac{LL}{PL} \times 100$$

c) Margem líquida

Este índice demonstra qual é a rentabilidade das vendas líquidas em um determinado período. Para calcular o indicador é necessário conhecer o lucro líquido e as vendas líquidas.

$$ML = \frac{LL}{Vendas} \times 100$$

A margem líquida é interpretada de quanto 1 real em vendas líquidas é ganho como lucro líquido. Dessa forma, quanto maior o valor melhor será, pois, os gestores podem reinvestir os lucros em novos projetos ou distribuir para os seus acionistas.

2.3.4 Evidências empíricas

Na pesquisa de Silva (2021), o autor faz uma análise do desempenho das sociedades de economia mista e empresas privadas do setor elétrico listadas na B3 por meio de onze indicadores, entre eles índices de liquidez e de rentabilidade. Verificou-se que apenas o indicador de liquidez corrente não possui diferença entre empresas privadas e sociedades de economia mista, quando testado com o U de Mann-Whitney, o autor pontua que em uma eventual privatização, o desempenho econômico-financeiro da empresa pode se modificar e que a precificação pelo mercado acionário pode sofrer alteração.

Ribeiro (2022) utilizou indicadores econômico-financeiros para calcular os índices de liquidez, endividamento, retorno e atividade para compreender a indústria de painéis de chapa de madeira no Brasil. Os índices observados não apresentam grandes oscilações de resultado e

que se constatou que as empresas analisadas apresentam capacidade de manutenção de receitas e crescimento. Além disso, como o setor demanda baixo investimento tecnológico a gestão de custos e eficiência influenciam diretamente no resultado.

Morozini et al. (2006) examinaram a situação econômico-financeira de sociedades anônimas em processo de recuperação judicial, por meio de índices de liquidez, lucratividade, estrutura de capitais e capital de giro. Os resultados da pesquisa evidenciaram que os índices de participação de capitais de terceiros; índice de capital circulante líquido; índice de liquidez geral; índice de imobilização do patrimônio líquido e o índice de giro do ativo apresentaram uma tendência para insolvência das empresas analisadas.

Barbosa (2014) fez seu estudo com o objetivo de conhecer a natureza do resultado abrangente e os reflexos nos índices de estrutura de capital e rentabilidade de uma amostra de 175 empresas não financeiras listadas na B3, no exercício de 2013. A autora afirma que resultados abrangentes em relação ao patrimônio líquido interfere nos indicadores econômico-financeiros.

3 METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa de natureza quantitativa, com abordagem descritiva e analítica, fundamentada em análise secundária de dados públicos. A pesquisa busca identificar possíveis correlações e variações nos indicadores de desempenho educacional e sustentabilidade financeira das instituições privadas de ensino superior, no período de vigência do Decreto 9.057/2017. A análise parte das seguintes perguntas analíticas:

- i. Houve alterações nos indicadores do ENADE do ensino superior após o Decreto 9.057/2017?
- ii. O perfil das matrículas foi impactado pela flexibilização regulatória promovida pelo decreto?
- iii. Houve impacto sobre a sustentabilidade econômico-financeira das instituições privadas listadas na bolsa?

Segundo Marconi e Lakatos (2017), a escolha da pesquisa exploratória- descritiva se justifica a partir dos interesses sobre descrever determinado evento, tendo como característica predominante a configuração representativa sistemática e procedimento com amostras.

Estudos exploratório-descritivo têm por objetivo descrever completamente determinado fenômeno, como, por exemplo, o estudo de um caso para o qual

são realizadas análises empíricas e teóricas. Podem ser encontradas tanto descrições quantitativas e/ou qualitativas quanto acumulação de informações detalhadas, como as obtidas por intermédio da observação participante. Dá precedência ao caráter representativo sistemático e, em consequência, a procedimentos de amostragem flexíveis (Marconi e Lakatos, 2017).

Além disso, esta pesquisa está configurada como um estudo de multicasos, conforme descrito por Yin (2009). Segundo o autor, um estudo de caso permite uma revisão detalhada de fenômenos novos ou conhecidos, mantendo as características holísticas da vida real. Dessa forma, o estudo amplia a abrangência dos resultados, pois não fica limitado às informações de uma única organização. Esta escolha se justifica pela capacidade de comparar elementos da amostra, permitindo uma análise mais robusta e abrangente.

Stake (1995) também destaca que os estudos de multicasos oferecem uma visão mais profunda e detalhada, possibilitando a exploração de diferentes contextos e variáveis. Merriam (1998) acrescenta que a utilização de múltiplos casos pode aumentar a validade externa dos resultados, pois permite a generalização dos achados para além de um único contexto.

Além disso, a escolha de múltiplos casos, no estudo, foi motivada pela possibilidade comparativa e não pela replicação, permitindo a criação de linhas de convergência e divergência a partir dos resultados analisados. Este método, conforme delineado por Yin (2009) tem por objetivo responder como e por que os determinados eventos se manifestam em determinadas situações.

A pesquisa empírica realizada, neste estudo, utilizou os demonstrativos contábeis auditados das empresas educacionais, listadas na bolsa de valores brasileira, Ânima, Cogna, Cruzeiro Educacional, Grupo Ser Educacional e Yduqs participações (B3: ANIM, COGN, CSED, SEER, YDUQ) referentes aos anos 2015 a 2023, obtidos a partir do banco de dados da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) – bolsa de valores brasileira. Vale destacar que foi desconsiderado do filtro a empresa BAHEMA ou Bioma Educação, pois ela não é atuante na modalidade de ensino superior. Outro aspecto relevante é que as empresas selecionadas integram os maiores conglomerados educacionais do país. Segundo reportagem da Folha de S. Paulo (2024), o setor educacional privado apresentava forte concentração, com as cinco maiores instituições respondendo por 60% das matrículas nos cursos de graduação.

Para a análise, foram utilizados o balanço patrimonial (BP) e a demonstração do resultado do exercício (DRE) dos períodos de 2015 a 2023. A pesquisa teve como foco o setor privado de educação superior, a fim de encontrar os demonstrativos financeiros que contêm as informações necessárias para avaliar as principais variáveis nos indicadores selecionados.

Além disso, foram utilizados os dados do Instituto Nacional de estudos e pesquisas educacionais Anísio Teixeira – INEP, com os indicadores da Educação superior. Dessa forma, o objetivo geral do estudo foi desenvolver uma pesquisa quantitativa no segmento de educacional privado no Brasil, analisando os demonstrativos financeiros da empresa para identificar as principais variáveis nos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade e os resultados do indicador Conceito ENADE.

3.1 ANÁLISE POR INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Indicadores econômico-financeiros são métricas quantitativas usadas para avaliar a saúde financeira e o desempenho econômico de uma empresa. Eles fornecem informações cruciais sobre a capacidade de uma empresa em gerar lucros, pagar suas dívidas, gerenciar seus ativos e manter a solvência a longo prazo. Esses indicadores são amplamente utilizados por investidores, gestores e analistas para tomar decisões informadas sobre investimentos e estratégias empresariais.

Para analisar empresas do setor educacional listadas na bolsa de valores, selecionamos os seguintes indicadores econômico-financeiros:

- a) Índice de Liquidez Imediata: indica a capacidade da empresa de pagar suas obrigações de curto prazo com seus ativos líquidos (caixa e equivalentes de caixa). É crucial para entender a solvência imediata da instituição educacional.
- b) Índice de Liquidez Corrente: avalia a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo com seus ativos circulantes. No setor educacional, isso é importante devido à natureza cíclica dos recebimentos de mensalidades e pagamentos de despesas operacionais.
- c) Índice de Liquidez Seca: similar ao índice de liquidez corrente, mas exclui os estoques dos ativos circulantes. No setor educacional, os estoques geralmente são insignificantes, portanto, este índice fornece uma visão mais rigorosa da liquidez.
- d) Índice de Liquidez Geral: considera tanto os ativos e passivos circulantes quanto os de longo prazo. É vital para avaliar a capacidade da instituição de cumprir suas obrigações em um horizonte mais longo, refletindo a saúde financeira geral.
- e) Índice de Endividamento Geral: indica a proporção de capital de terceiros (dívidas) em relação ao capital total da empresa. No setor educacional, entender

o nível de endividamento é essencial, pois pode afetar a sustentabilidade financeira e a capacidade de investimento em infraestrutura e qualidade educacional.

- f) Imobilização do Patrimônio Líquido: mostra quanto do patrimônio líquido está investido em ativos imobilizados. Para instituições educacionais, isso é relevante porque investimentos em infraestrutura (como prédios e equipamentos) são significativos.
- g) Participação de Capitais de Terceiros: mede a dependência da empresa em relação a financiamentos externos. Um alto índice pode indicar um risco financeiro elevado, especialmente em um setor onde a estabilidade é crucial para manter a confiança dos alunos e investidores.
- h) Indicador de Giro do Ativo: avalia a eficiência da empresa em utilizar seus ativos para gerar receita. No setor educacional, uma boa eficiência na utilização de ativos pode refletir na capacidade de atrair e reter alunos, além de otimizar recursos.
- i) Margem Líquida: mede a lucratividade líquida da empresa em relação à sua receita total. Indica o quanto de cada unidade monetária de receita se transforma em lucro líquido. No setor educacional, uma margem líquida saudável é indicativa de boa gestão de custos e precificação adequada.
- j) Retorno sobre os ativos (ROA): avalia a eficácia da empresa em gerar retornos sobre os ativos. Para instituições educacionais, isso mostra o retorno obtido em relação aos recursos investidos em infraestrutura, tecnologia, corpo docente.
- k) Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE): mede a rentabilidade dos recursos próprios dos acionistas. Um alto ROE no setor educacional indica que a empresa está gerando bons retornos sobre o capital investido pelos acionistas, o que é atrativo para investidores.

Quadro 3 - Indicadores Econômico-Financeiros

Indicador de Liquidez	Método de Cálculo	Descrição	Autores
Liquidez imediata	$\frac{Disponibilidades}{PC}$	Índice que evidencia a capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo com suas disponibilidades	Iudícibus (2017)
Liquidez corrente	$\frac{AC}{PC}$	Índice que evidencia a capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo com seus recursos do ativo circulante	Iudícibus (2017)
Liquidez seca	$\frac{AC - Estoques}{PC}$	Índice que evidencia a capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo com seus recursos do ativo circulante, descontando seus estoques	Iudícibus (2017)
Liquidez geral	$\frac{(AC + RLP)}{(PC + ELP)}$	Índice que evidencia a capacidade de pagamento de todas as dívidas seus recursos do ativo.	Iudícibus (2017)
Endividamento geral	$\frac{Exigível\ total}{(Exigível\ total + PL)}$	Demonstra o grau de alavancagem da companhia	Iudícibus (2017)
Imobilização do PL	$\frac{Exigível\ total}{(PC + ELP)}$	Demonstra a relação de imobilizados sobre o patrimônio dos acionistas	Iudícibus (2017)
Participação de capitais de terceiros	$\frac{Exigível\ total}{(PC + ELP)}$	Demonstra a participação de obrigação de curto prazo em relação ao total exigível	Iudícibus (2017)
Giro do ativo	$\frac{Receita\ bruta}{Ativo\ total}$	Demonstra a eficiência com que a empresa utiliza todos os seus ativos para gerar receitas	Ferreira (2015)
Margem líquida	$\frac{Lucro\ líquido}{Vendas\ líquidas}$	Demonstra a relação entre lucro líquido em relação à vendas líquidas	Iudícibus (2017)
ROA	$\frac{Lucro\ líquido}{Ativo\ total}$	Demonstra a relação entre lucro líquido em relação ao ativo total	Iudícibus (2017)
ROE	$\frac{Lucro\ líquido}{Patrimônio\ líquido}$	Demonstra a relação entre lucro líquido em relação ao patrimônio líquido	Iudícibus (2017)

Fonte: autor (2023)

3.2 ANÁLISE DINÂMICA DE CAPITAL DE GIRO – FLEURIET (2003)

A análise dinâmica de capital de giro engloba os índices de capital de giro (CDG) e de necessidade de capital de giro (NCG) objetivando o acompanhamento e a evolução destes ao longo de determinado período.

Em seu modelo, Fleuriet (2003) nomeou no balanço patrimonial (ativos e passivos) nas seguintes nomenclaturas:

Quadro 4 - Classificação De Balanço Patrimonial

Prazo:	Grupo:
Curto	Tesouraria
	Operacional
Longo	Permanente

Fonte: adaptado pelo autor de organização do Modelo Fleuriet (2023).

Sendo que os grupos são classificados tanto para o ativo quanto para o passivo da companhia no balanço patrimonial. De tal forma que para se obter o capital de giro (CDG), a necessidade de capital de giro (NCG) e a tesouraria (ST) são necessários os seguintes cálculos:

Quadro 5 - Fórmulas do modelo Fleuriet

Nome:	Sigla:	Fórmula:
Capital de giro	CDG	Passivo permanente - Ativo permanente
Necessidade de capital de giro	NCG	Ativos operacionais - Passivos operacionais
Tesouraria	T	Tesouraria

Fonte: adaptado pelo autor de organização do Modelo Fleuriet (2023).

Determinados o CDG, NCG e Tesouraria, Fleuriet (2003) classificou os valores em seis (6) categorias para demonstrar e qualificar os resultados apresentados pelas entidades estudadas. São eles:

Quadro 6 - Classificação dos resultados das fórmulas

Tipo	Classificação	CDG	NCG	ST
1	Excelente	+	-	+
2	Sólida	+	+	+
3	Insatisfatória	+	+	-
4	Péssima	-	+	-
5	Muito ruim	-	+	-
6	Alto risco	-	-	+

Fonte: adaptado pelo autor de organização do Modelo Fleuriet (2023).

Segundo Fleuriet, os resultados do modelo não demonstram se uma empresa está ou não em desequilíbrio financeiro, mas tem por objetivo apresentar se existe uma situação de risco de equilíbrio financeiro. Sendo assim, o autor pontua que as empresas dos tipos 1, 2 e 3 possuem financiamento permanente ou capital de giro positivo, indicando que as fontes de financiamento com vencimentos superiores a um ano excedem os ativos de longo prazo. Este cenário sugere uma gestão eficiente em que o ativo circulante é superior ao passivo circulante e o índice de liquidez é superior a 1. As empresas do Tipo 2 são caracterizadas por elevada liquidez e baixo risco, enquanto as empresas do Tipo 3 são consideradas mais problemáticas porque dependem de empréstimos de curto prazo para algumas das suas necessidades de capital de giro e podem enfrentar dificuldades ao enfrentar desafios.

As empresas dos tipos 4, 5 e 6 têm capital de giro negativo, indicando que alguns dos seus ativos de longo prazo são financiados por empréstimos de curto prazo. Se o índice de liquidez corrente for inferior a 1, esta situação pode ser perigosa, especialmente se a exigência de capital de giro for positiva e crescente e a fonte de financiamento for dívida de curto prazo. As empresas do tipo 4, em particular, enfrentam riscos significativos, uma vez que as fontes de financiamento de curto prazo podem não cobrir adequadamente o CDG, o que poderia levar a uma possível liquidação da empresa. As empresas dos tipos 1, 5 e 6 com CDG negativo respondem mais rapidamente em tempos de crise, mas um declínio na atividade empresarial pode ter um impacto negativo na sua estrutura financeira, especialmente em setores com margens baixas. Os saldos financeiros negativos para as empresas dos Tipos 3, 4 e 5 indicam que a dívida de curto prazo cobre, pelo menos parcialmente, capital de giro permanente e necessidades de ativos de longo prazo. Portanto, a análise estratégica é importante para lidar com as flutuações nas necessidades de gestão ao longo do tempo.

Para fins de análise, seguir-se-á com a adaptação de Lauermann et al. (2022), em que será dividido a CDG e a NCG pelo Ativo total e multiplicado por 100, tendo por objetivo demonstrar em percentual a relação dessas variáveis e a sua evolução. Além disso, poderá ser demonstrada a proporcionalidade desses resultados entre as empresas. Visualmente, a equação dos índices de CDG e NCG de Fleuriot serão:

$$CDG = \left[\frac{((PL + PNC) - ANC)}{Ativo\ total} \right] \times 100$$

e

$$NCG = \left[\frac{(Ativo\ Op. - Passivo\ Op.)}{Ativo\ total} \right] \times 100$$

3.3 AMOSTRA DO ESTUDO

No setor de educação brasileiro, existem diferentes modalidades de instituições privadas, como as empresas limitadas e as sociedades anônimas de capital fechado e de capital aberto. Este estudo abordará as instituições de capital aberto, ou seja, que tenham negociação de ações na bolsa de valores (Silva, 2017).

No quadro 7, estão as empresas selecionadas para o estudo:

Quadro 7 - Empresas educacionais selecionadas:

Segmento: Serviços educacionais	Código	Segmento
ANIMA	ANIM	NM
COGNA ON	COGN	NM
CRUZEIRO EDU	CSED	NM
SER EDUCA	SEER	NM
YDUQS PART	YDUQ	NM

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Atualmente, destacam-se cinco instituições mantenedoras de instituição de ensino superior (IES): Ânima, Cogna Educação, Grupo Ser Educacional, Cruzeiro do Sul e Estácio de Sá (YDUQS). A Ânima Educação destaca-se como uma das principais organizações educacionais privadas de ensino superior no Brasil, fundada em 2003, por meio da UNA, vem –se expandindo e destacando-se tanto em receita quanto em quantidade de estudantes

matriculados. Até dezembro de 2020, o Ecossistema Ânima congregava aproximadamente 140 mil estudantes, distribuídos em instituições situadas nos estados de Minas Gerais, São Paulo, Santa Catarina, Paraná, Goiás, Bahia e Sergipe (Ânima,2023).

Figura 2 - Linha do tempo da Ânima



Fonte: histórico e perfil corporativo Anima (2023)

Segundo seu portal de relação com investidores, a Ânima atende diversos segmentos de ensino, segundo a apresentação de resultado do último trimestre de 2022, sendo preponderante em cursos de graduação presencial (63% da receita do ano de 2022), seguido pelos cursos de medicina (31%) e Ensino a distância (6%).

A Cogna Educacional, que é a maior empresa privada brasileira no ramo da educação no Brasil, foi fundada em 1966, em Belo Horizonte, como uma empresa de cursos pré-vestibular chamada Pitágoras. Nos anos 2000, com a mudança do marco regulatório do setor de educação, surge a primeira faculdade Pitágoras com a parceria da *Apollo Internacional*. No ano de 2017, foi aberto o capital do Pitágoras na *BM&F Bovespa*, com o nome de Kroton Educacional. Em 2019, ocorreu uma nova estrutura de negócios mudando o nome da Holding para Cogna. (Cogna, 2023)

A empresa atua em todos os níveis escolares, tais como: pré-escolar, ensino primário e secundário, ensino secundário para adultos, vestibular, cursos livres, educação superior e pós-graduação, entre outros. Atualmente conta com mais de 1 milhão de alunos matriculados, desde pré-escolas até cursos de doutorado.

Tabela 2 – Quantificação de alunos e unidades:

Kroton	Platos	Saber	Vasta
292 mil alunos presenciais	7 mil alunos presenciais	52 escolas próprias/ contrato	4,2 mil escolas parceiras
552 mil alunos digitais	36 mil alunos digitais	31 mil alunos	
176 unidades próprias			
1536 Polos			

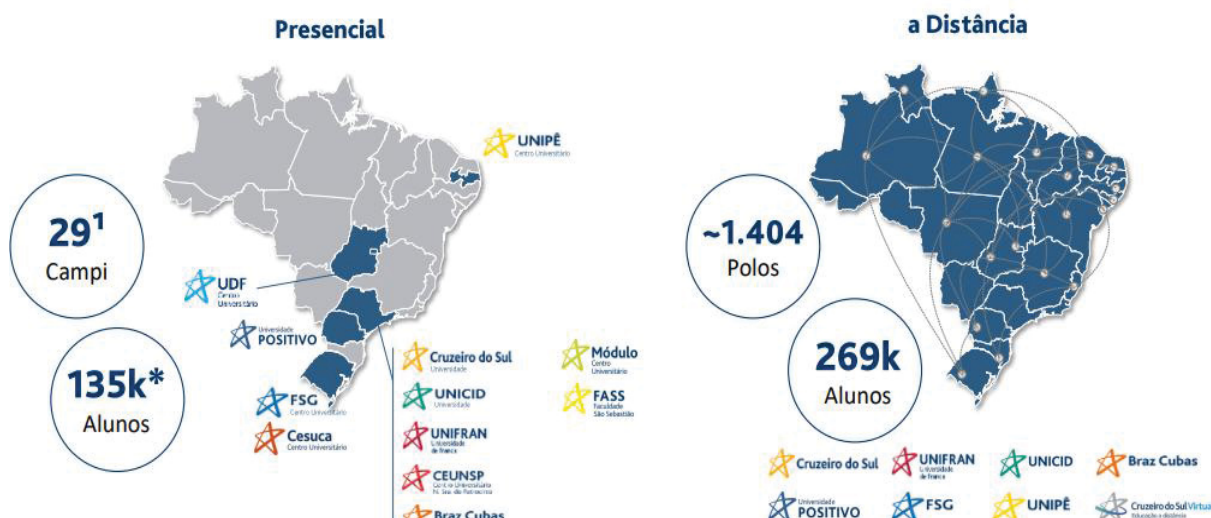
Fonte: relação com investidores Cogna (2023)

A instituição Cruzeiro do Sul educacional tem origem, em meados de 1965, com a fundação do Colégio Cruzeiro do Sul, com o objetivo de preparar alunos para ingresso no nível ginásial de escolas públicas. Nos anos 70, a companhia obteve suas primeiras autorizações para cursos superiores: contabilidade e administração. (CRUZEIRO,2023)

Nos anos subsequentes, a Cruzeiro expandiu suas operações com diversas aquisições de faculdades e centros universitários, até que em 2021, a empresa lançou uma oferta pública de ações na B3, no segmento do Novo Mercado.

Segundo a Cruzeiro do Sul, atualmente a empresa conta com mais de 7 mil colaboradores em 14 instituições de Ensino Superior e 5 Colégios de educação básica e infantil. A base de alunos ultrapassa 400 mil em cursos presenciais e a distância.

Figura 3 - Número de alunos e unidades por modalidade da Cruzeiro do Sul



Fonte: Release de resultados 4º trimestre de 2022- Cruzeiro do Sul (2023)

Segundo o Grupo Ser Educacional, o ponto de partida do grupo foi quando se criou, em 1994, a empresa Bureau Jurídico com foco na preparação de alunos para concursos públicos. A partir de 2003, foi constituído o Grupo Ser Educacional, com a abertura do IPO, que ao longo dos anos fez diversas aquisições em âmbito nacional. Hoje, a empresa está presente em 12 estados brasileiros com aproximadamente 300 mil alunos matriculados. No fechamento do ano de 2022, a companhia encerrou com uma base de alunos dispostos da seguinte forma:

Tabela 3 – Número de alunos por modalidade/ nível do Grupo Ser Educacional:

Tipo de curso:	Número de alunos	%
Graduação – Presencial	136.100	46,11%
Graduação – Digital	126.349	42,81%
Pós-graduação – Presencial	1.139	0,39%
Pós-graduação – Digital	29.633	10,04%
Cursos técnicos – Presencial	1.509	0,51%
Cursos técnicos – Digital	432	0,14%
Total	295.162	100,00%

Fonte: Release de resultados 4º trimestre de 2022- Grupo Ser Educacional (2023)

A empresa Estácio foi fundada no Rio de Janeiro como Faculdade de Direito Estácio de Sá, em 1970 com apenas um único curso de ensino superior. Em 1988, transformou-se em universidade com cursos presenciais. Em 2009, passou a oferecer cursos na plataforma EAD (ensino a distância). Hoje, ela conta com 4.564 colaboradores administrativos e 7.719 professores, cursos nas mais diversas áreas do conhecimento, seja em graduação, pós-graduação, mestrado ou doutorado e presença no Brasil inteiro (YDUQS,2023).

Tabela 4 – Número de alunos por modalidade/ nível do Yduqs:

Tipo de curso	Número de alunos	%
Graduação – Presencial	265.100	22,19%
Mestrado/ doutorado/ pós – Presencial	2.900	0,24%
Graduação – Digital	912.800	76,40%
Graduação <i>Premium</i> – Presencial	12.400	1,04%
Mestrado/ doutorado/ pós – <i>Premium</i>	1.600	0,13%
Total	1.194.800	100,00%

Fonte: Release de resultados 4º trimestre de 2022- YDUQS (2023)

Ramos, Souza e Mendonça (2019) enfatizaram que o setor de serviços educacionais responde por uma participação significativa no país e que analisar o desempenho econômico-financeiro deste setor torna-se relevante para compreender o posicionamento de mercado para o período.

3.4 COMPARAÇÃO ESTRUTURAIS ENTRE AS EMPRESAS DA AMOSTRA

O setor de ensino superior privado no Brasil, representado por grandes grupos listados na bolsa de valores, evidência estratégias distintas que combinam foco geográfico, modelos de negócio e movimentos de expansão via fusões e aquisições (M&A). Essa dinâmica reflete tanto as características regionais do mercado brasileiro quanto os desafios estruturais do setor educacional.

Quadro 8 – Foco geográfico empresas selecionadas:

Empresa:	Foco Geográfico:
Ânima	Predominância nas regiões Sul e Sudeste, especialmente em São Paulo, Minas Gerais, Santa Catarina, Paraná e Rio Grande do Sul.
Cogna	Presença nacional, com atuação em todos os estados do Brasil, tanto no ensino presencial como no ensino a distância (EAD).
Cruzeiro do Sul	Forte atuação nas regiões Sudeste e Sul, mas vem expandindo sua presença no Centro-Oeste e Nordeste, principalmente no EAD.
Ser Educacional	Predominantemente nas regiões Norte e Nordeste, com recente expansão para o Centro-Oeste e pontos no Sudeste.
Yduqs	Forte presença no Sudeste e Centro-Oeste, especialmente no Rio de Janeiro, São Paulo, Espírito Santo, Distrito Federal e alguns estados do Nordeste.

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Do ponto de vista geográfico, observa-se uma segmentação clara. Grupos como Ânima e Yduqs priorizam majoritariamente as regiões Sudeste e Sul, que concentram maior renda per capita e demanda por cursos de maior valor agregado. A Cruzeiro do Sul, embora também tenha nascido com forte presença no Sudeste, vem adotando uma estratégia de expansão para outras regiões, notadamente Centro-Oeste e Nordeste, especialmente via polos de ensino a distância (EAD). Já a Cognia mantém uma estratégia de atuação nacional, presente em praticamente todo

o território brasileiro, sustentada por um modelo de grande escala. E por fim, a Ser Educacional mantém seu diferencial competitivo ao priorizar a atuação nas regiões Norte e Nordeste.

Quadro 9 – Modelo de negócios empresas selecionadas:

Empresa	Modelo de Negócio:
Ânima	Foco no modelo premium, com marcas fortes e cursos de alta qualidade, principalmente nas áreas de saúde, engenharia e direito. Opera com um posicionamento diferenciado em preço e qualidade.
Cogna	Modelo popular, de grande escala e acesso. Forte no EAD e no ensino presencial com preços acessíveis, principalmente via a Kroton. Também atua no segmento B2B e serviços educacionais (Vasta).
Cruzeiro do Sul	Modelo híbrido, com presença tanto no popular (via EAD) quanto no semi-premium no presencial, especialmente em cursos tradicionais.
Ser Educacional	Foco no segmento popular e médio, com preços competitivos, especialmente em regiões com menor penetração de ensino superior privado.
Yduqs	Opera dois modelos: premium (via marcas como Ibmecc e IDOMED para Medicina) e popular/médio com a Estácio, especialmente no EAD e cursos presenciais de menor ticket.

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Essa diferenciação territorial dialoga diretamente com os modelos de negócio adotados. Enquanto Ânima e Yduqs incorporaram um posicionamento mais premium, oferecendo marcas de alto prestígio (como Ibmecc e IDOMED no caso da Yduqs), com foco em cursos de maior valor, como Medicina, Direito e Engenharias, outros grupos operam com modelos mais orientados à escala e acessibilidade, caso da Cogna e da Ser Educacional, que oferecem mensalidades mais acessíveis, principalmente via EAD e cursos presenciais de menor custo. A Cruzeiro do Sul se posiciona de forma híbrida, equilibrando uma base forte de alunos no EAD com unidades presenciais.

Quadro 10 – Estratégia de M&A empresas selecionadas:

Empresa	Estratégias de M&A
Ânima	Forte estratégia de M&A nos últimos anos. Destaque para a compra da Laureate Brasil (em 2020), que duplicou seu tamanho, além da expansão em cursos de Medicina.
Cogna	Foi uma das pioneiras na consolidação do setor nos anos 2000. Nos últimos anos, focou em desinvestimentos (venda da Saber, foco no core business) e reorganização interna, mais do que novas aquisições.
Cruzeiro do Sul	Mantém uma estratégia ativa de M&A, especialmente na aquisição de instituições de médio porte e na expansão do EAD. Ex.: aquisição da Unifran, Positivo, entre outras.
Ser Educacional	Crescimento agressivo por aquisições, principalmente em regiões menos disputadas. Tentou comprar a Laureate, mas perdeu para a Ânima. Em 2021, adquiriu a UNIFAEL, centro universitário focado 100% em EAD. Atualmente, concentra –se na área de saúde/medicina.
Yduqs	Forte histórico de M&A. Destaque para a aquisição da Adtalem Brasil (2019), que adicionou marcas como Ibmecc e Damásio. Tem expandido fortemente no setor de Medicina via aquisições específicas (IDOMED).

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

As estratégias de crescimento via M&A refletem essas escolhas. Grupos que buscaram diferenciação por qualidade e posicionamento premium, como Ânima e Yduqs, realizaram movimentos adquirindo grandes operações como a Laureate Brasil (no caso da Ânima) e a Adtalem Brasil (pela Yduqs). Por sua vez, a Ser Educacional, com foco em mercados regionais, seguiu adquirindo instituições menores, mantendo sua estratégia de crescimento regional e, mais recentemente, também ingressando na área médica. A Cruzeiro do Sul mantém uma estratégia consistente de aquisições de médio porte, focando tanto na expansão geográfica quanto no aumento da base de alunos EAD. Por outro lado, a Cognia, que foi pioneira na consolidação do setor nas décadas anteriores, nos últimos anos tem adotado uma postura mais conservadora, priorizando desinvestimentos e reestruturação interna, além de manutenção da liderança em EAD de baixo custo.

O panorama das principais empresas de educação listadas na bolsa revela que o setor combina diferentes estratégias, em que os recortes regionais, os modelos de precificação e produto e as escolhas de crescimento se interligam de forma que penetram em diferentes nichos de mercado.

3.5 ANÁLISE DO ENADE:

O recorte de dados para o ENADE realizado, nos anos de 2017 a 2022, nos cursos de graduação presenciais e a distância vinculados tanto as instituições de ensino superior privadas quanto públicas no Brasil. Os dados foram obtidos a partir de bases oficiais públicas disponibilizadas pelo Instituto Nacional de estudos e pesquisas educacionais Anísio Teixeira (INEP):

- Conceito ENADE 2017
- Conceito ENADE 2018
- Conceito ENADE 2019
- Conceito ENADE 2021

As bases de dados selecionadas serão utilizadas para obter as faixas de conceito do ENADE, organizadas conforme a área de avaliação, a categoria administrativa e a modalidade de ensino, com o objetivo de calcular as médias por grupo. Ressalta-se que o agrupamento, originalmente, denominado “categoria administrativa” será renomeado, a fim de adequar-se aos critérios analíticos adotados neste estudo.

- Pública Federal, Pública Estadual e Pública Municipal serão chamadas de “Público”
- Privada sem fins lucrativos, privada com fins lucrativos, Especial serão chamadas de “Privadas”

Após esse procedimento, serão extraídos os quatro principais grupos e a média geral por ano: Educação Presencial – Pública; Educação Presencial – Privada; Educação a distância - Pública; Educação a distância - Privada.

Vale fazer uma nota de que os dados coletados representam as informações públicas disponibilizadas naquele ano e que omissões ou faltas podem ocorrer, como é o caso dos dados de 2020, que não foram apresentados em função da crise sanitária. Além disso, existem limitações à comparabilidade entre cursos e instituições.

3.6 LIMITAÇÕES METODOLÓGICAS:

Esta dissertação apresenta limitações que precisam ser reconhecidas, especialmente em função do desenho metodológico adotado e das características das bases de dados utilizadas.

Primeiramente, pode existir um possível viés de seleção, uma vez que se concentra em instituições de ensino superior listados na bolsa de valores brasileira, cujos dados financeiros são públicos e auditados. Embora, isso traga uma maior rastreabilidade das informações, ela pode não refletir todo o mercado de ensino superior privado.

Além disso, há limitações específicas associadas à utilização dos dados do Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (ENADE), pois, podem enfrentar desafios quanto à comparabilidade entre cursos, áreas e modalidades, dado que cada ciclo avaliativo contempla áreas específicas, com matrizes de competências distintas, dificultando comparações diretas entre instituições.

Adicionalmente, a natureza descritiva da análise, baseada essencialmente em estatísticas descritivas e testes de diferença de médias, não permite controle robusto sobre variáveis externas, como políticas públicas de financiamento estudantil (FIES, PROUNI) ou fatores macroeconômicos (desemprego, recessão, mudanças regulatórias).

Apesar dessas limitações, os procedimentos adotados seguem padrões metodológicos validados na literatura acadêmica e oferecem contribuições significativas entre desempenho acadêmico, desempenho financeiro e contexto regulatório no ensino superior brasileiro.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICOS-FINANCEIROS DAS EMPRESAS SELECIONADAS

A análise econômico-financeira das empresas do setor educacional privado brasileiro listadas na bolsa de valores revela um panorama detalhado sobre a sua saúde financeira e desempenho. Utilizando índices de liquidez, endividamento e rentabilidade, é possível compreender melhor a capacidade dessas instituições de gerenciar suas finanças e garantir sua sustentabilidade a longo prazo. A seguir, são apresentados os resultados obtidos com base nesses índices das empresas: Grupo Ser Educacional, Cogna, Yduqs, Cruzeiro do Sul e Ânima do período de março/2015 a setembro/2023.

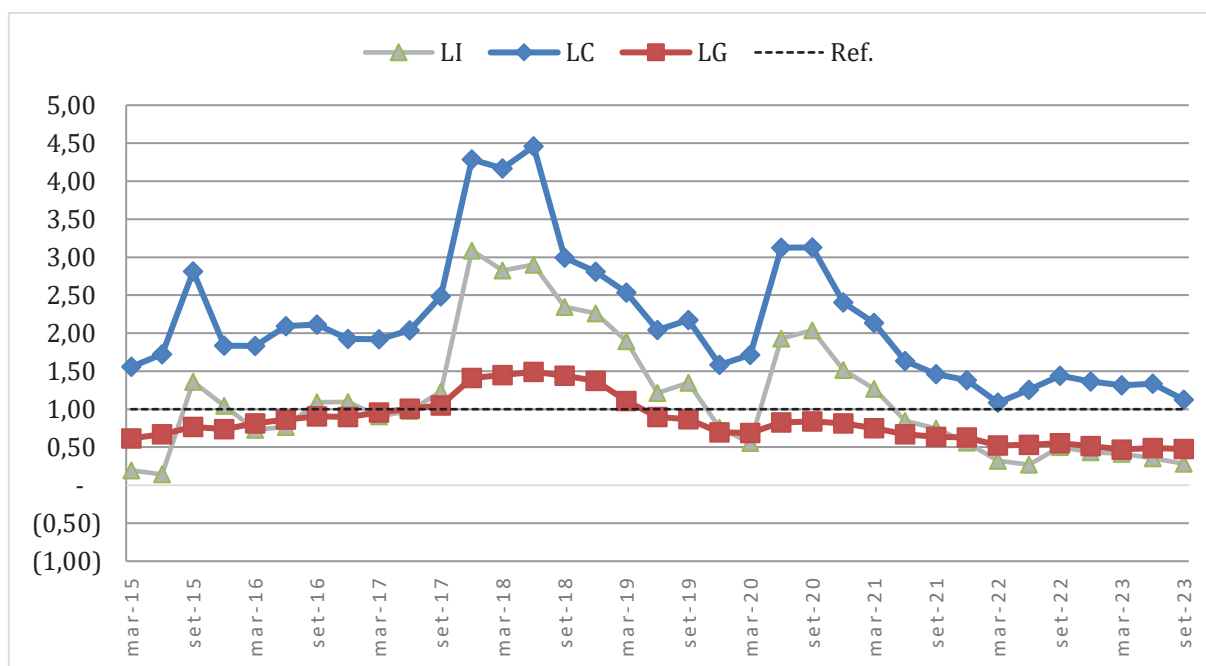
4.1.1 Índices de liquidez:

Os índices de liquidez são indicadores financeiros cruciais para a análise da capacidade de uma empresa em cumprir suas obrigações financeiras, tanto de curto quanto de longo prazo. Esses índices oferecem uma visão da saúde financeira da empresa, medindo a relação entre os ativos disponíveis e as suas obrigações. Ao observar a evolução desses indicadores ao longo do tempo, é possível identificar tendências e potenciais riscos para a sustentabilidade de uma empresa.

a) Grupo Ser Educacional (SEER3):

A liquidez geral iniciou em março de 2015 com um valor de 0,61 e apresentou um aumento gradual até dezembro de 2017, atingindo 1,45. A partir de então, houve uma leve queda até dezembro de 2018 (1,37). Em março de 2019, o índice caiu para 1,11, seguido por uma diminuição acentuada até dezembro de 2020 (0,81). Após um pequeno aumento em junho de 2020 (0,83), a liquidez geral continuou sua tendência de queda, chegando a 0,47 em setembro de 2023. Esta tendência geral de queda, a partir de 2017, indica uma possível dificuldade da empresa em converter seus ativos em liquidez a longo prazo.

Gráfico 4 - Índices de liquidez do Grupo Ser Educacional



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Já a liquidez corrente apresentou uma alta notável, começando em 1,56, em março de 2015 e atingindo um pico de 4,29, em dezembro de 2017. A partir de então, houve uma flutuação significativa, com um valor de 2,81, em dezembro de 2018 e uma nova alta, em junho de 2020 (3,13). No entanto, após junho de 2020, a liquidez corrente mostrou uma tendência de queda, chegando a 1,13, em setembro de 2023. Apesar das flutuações, a tendência geral aponta para um enfraquecimento na capacidade da empresa cumprir suas obrigações de curto prazo com seus ativos circulantes.

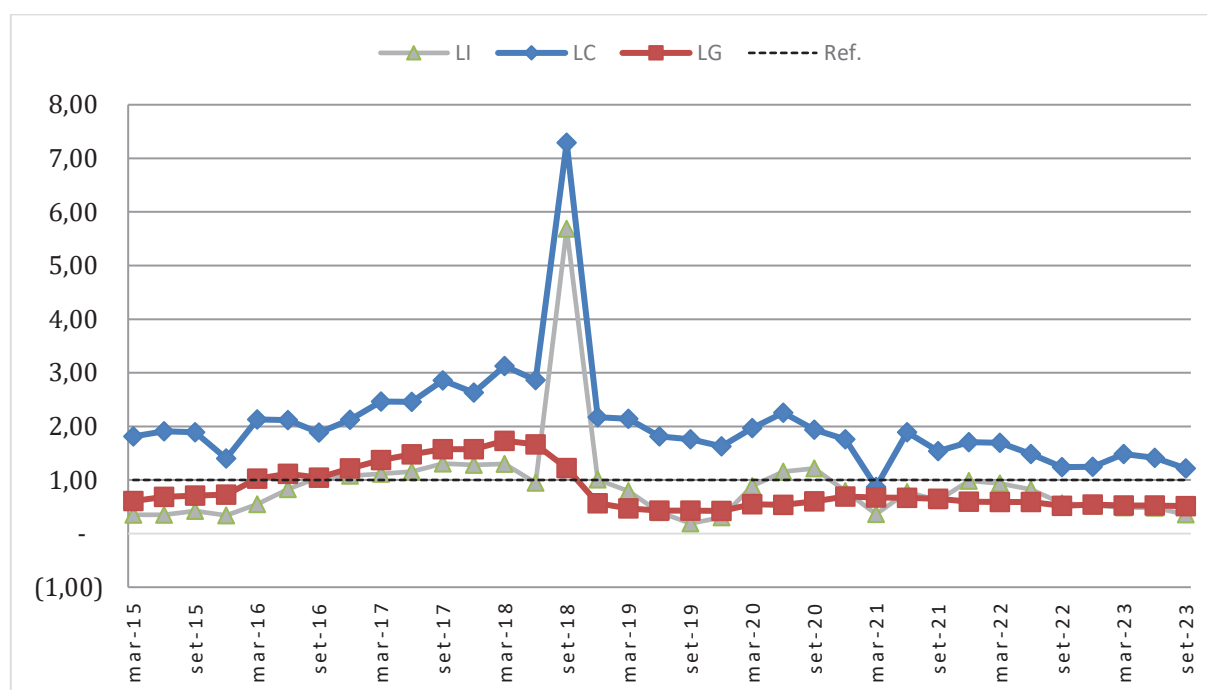
E por fim, a liquidez imediata começou baixa, em março de 2015 (0,19) e teve um aumento significativo até dezembro de 2017 (3,09). Em 2018, manteve-se relativamente alta, com um leve declínio até dezembro (2,26). Após 2019, a liquidez imediata caiu drasticamente, atingindo 0,75, em dezembro de 2019 e continuando a descer até 0,28, em setembro de 2023. Esta tendência descendente acentuada, após 2019, sugere uma redução na capacidade da empresa de cumprir suas obrigações imediatamente exigíveis com caixa e equivalentes de caixa.

b) Cogna (COGN3):

A Cogna com seu índice de liquidez geral demonstrou uma tendência de aumento constante, saindo de 0,61, em março de 2015 para 1,57, em dezembro de 2017. Isso indicou

uma melhoria na capacidade financeira em cumprir suas obrigações de longo prazo. Já a partir de 2018, houve um aumento de até 1,73, em março de 2018, seguido por uma queda acentuada para 0,56, em dezembro de 2018. E em 2019, os índices permaneceram relativamente baixos, indicando um declínio na capacidade de liquidez de longo prazo. E no período de 2020 a 2023, os índices de liquidez geral mostraram uma estabilidade relativa, embora em níveis baixos, fluando entre 0,42 e 0,69. Em setembro de 2023, o índice estava em 0,51, sugerindo um ambiente financeiro desafiador para a empresa.

Gráfico 5 - Índices de liquidez da Cogna



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Já da perspectiva do índice de liquidez corrente de 2015 a 2017, o índice apresentou um aumento de 1,81, em março de 2015 para 2,85, em setembro de 2017, indicando uma melhoria na capacidade de cumprir obrigações de curto prazo, ou seja, para cada 1 real em obrigações de curto prazo havia 2,85 ativos circulantes. Em 2018, o índice atingiu um pico de 7,29, em setembro de 2018. Após 2018, a liquidez teve uma tendência de queda, chegando a 1,21, em setembro de 2023. Essa diminuição contínua pode apontar para desafios em manter a liquidez de curto prazo.

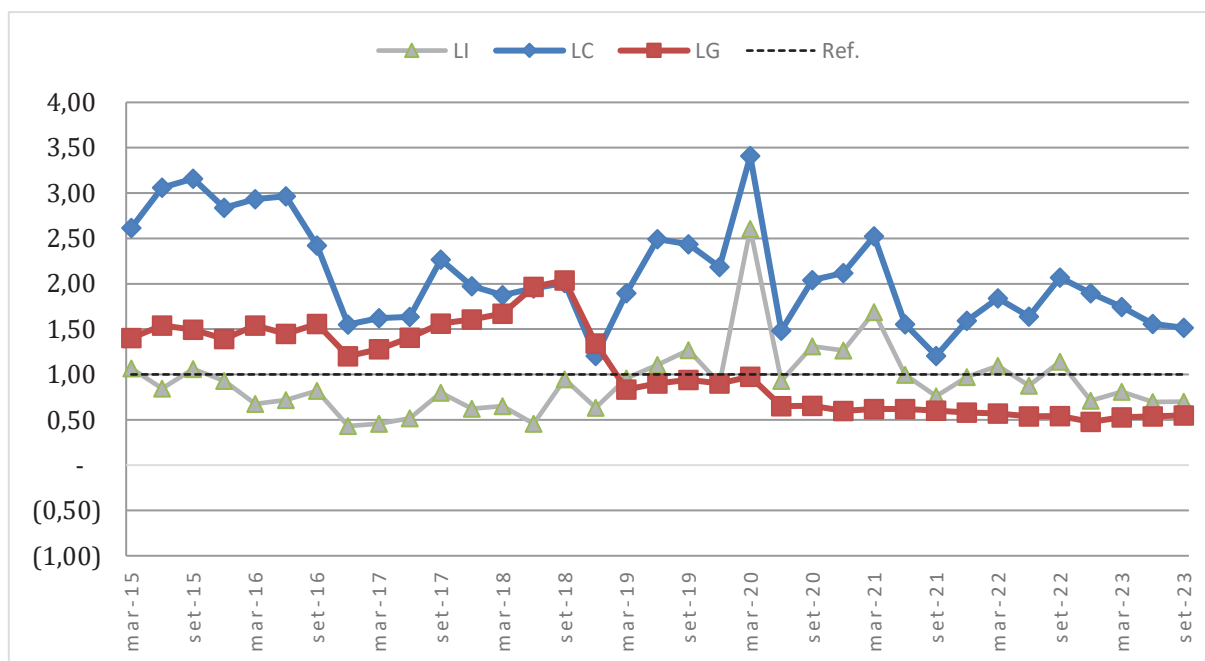
E por último, a liquidez imediata subiu de 0,35, em março de 2015 para 1,31, em setembro de 2017, mostrando uma melhoria na capacidade de pagamento imediato com seu caixa e equivalentes de caixa. Em 2018, de forma similar à liquidez corrente, a liquidez imediata

alcançou um pico de 5,68, em setembro de 2018. Mas após 2018, houve uma queda acentuada na liquidez imediata, chegando a 0,36, em setembro de 2023. Isso sugere uma capacidade significativamente reduzida de cumprir obrigações imediatas com caixa disponível.

c) Yduqs (YDUQ3):

De março de 2015 a dezembro de 2017, a liquidez geral da YDUQS oscilou, mas com uma tendência de aumento. O índice passou de 1,40, em março de 2015 para 1,61, em dezembro de 2017. Isso indica uma melhora na capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de longo prazo, com um pico de 1,67, em março de 2018. Em 2018, houve uma tendência de crescimento até setembro, quando o índice atingiu 2,04. No entanto, no final de 2018, a liquidez geral caiu drasticamente para 1,34. Durante 2019, a liquidez geral diminuiu ainda mais, chegando a 0,90, em dezembro. Isso sugere um período de maior dificuldade financeira para a empresa. A partir de 2020, a liquidez geral permaneceu em níveis baixos e relativamente estáveis, oscilando entre 0,48 e 0,97. Em setembro de 2023, o índice era de 0,55, muito próximo do menor índice já registrado em dezembro de 2022, de 0,48.

Gráfico 6 - Índices de liquidez da Yduqs



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

De março de 2015 a dezembro de 2017, a liquidez corrente teve uma variação significativa, subindo de 2,61, em março de 2015 para 3,16, em setembro de 2015, mas caindo

para 1,97, em dezembro de 2017. Essa tendência mostra um aumento inicial na capacidade de cumprir obrigações de curto prazo, mas, seguido por uma queda gradual. Em 2018, a liquidez corrente apresentou variações consideráveis, atingindo um pico de 2,01, em setembro, antes de cair drasticamente para 1,20, em dezembro. Essas flutuações indicam uma volatilidade na capacidade financeira de curto prazo da empresa. Após 2018, a liquidez corrente mostrou uma recuperação até março de 2020, com um índice de 3,41, o mais alto do período analisado. No entanto, essa tendência positiva não se sustentou, e a liquidez corrente caiu para 1,52, em setembro de 2023.

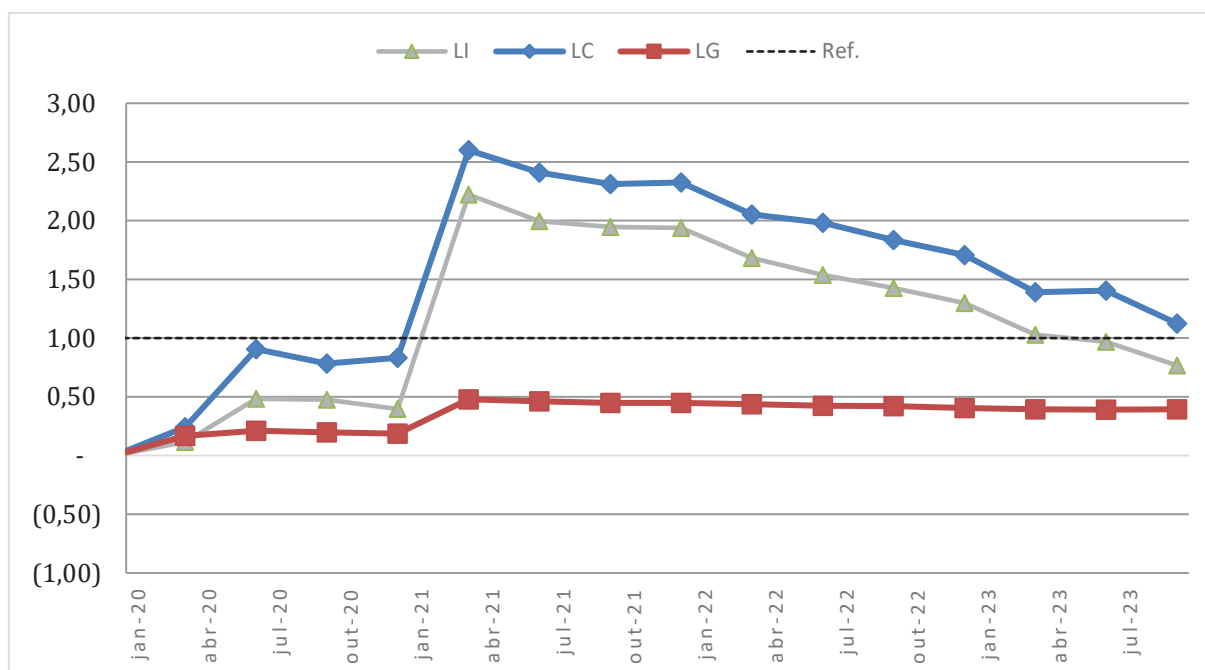
A liquidez imediata variou de 1,07, em março de 2015 a 0,62, em dezembro de 2017. Após um aumento inicial, a liquidez imediata caiu significativamente, refletindo uma capacidade reduzida de cumprir obrigações imediatas com caixa disponível. Em 2018, a liquidez imediata teve uma grande variação, atingindo 0,95, em setembro, mas caindo para 0,63, em dezembro. Este período reflete uma instabilidade na capacidade de liquidez imediata da empresa. A partir de 2019, a liquidez imediata mostrou uma tendência de recuperação, atingindo 2,60 em março de 2020. No entanto, essa recuperação não foi mantida e a liquidez imediata caiu para 0,70, em setembro de 2023. Este comportamento pode indicar desafios contínuos na capacidade da empresa de cumprir obrigações de curto prazo.

Em resumo, a liquidez geral teve uma tendência de crescimento até 2018, seguida por uma queda acentuada e estabilização em níveis baixos. Já, a liquidez corrente teve aumento inicial até 2015, seguido por flutuações e um pico em 2020, mas com uma tendência de queda até 2023. E por fim, na liquidez imediata ocorreram oscilações significativas, com uma melhoria notável em 2020, mas sem uma tendência sustentada de longo prazo.

d) Cruzeiro do Sul (CSED3):

A liquidez geral da Cruzeiro do Sul apresentou uma ligeira oscilação entre 0,17, em março de 2020 e 0,19, em dezembro de 2020. No início de 2021, houve um aumento significativo para 0,48, em março, em decorrência da oferta inicial de ações (IPO) e estabilizou em torno de 0,45, nos trimestres seguintes. A partir de março de 2022, a liquidez geral começou a diminuir gradualmente, atingindo 0,39, em março de 2023 e mantendo-se nesse nível até setembro de 2023. Este comportamento sugere uma dificuldade crescente na capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de longo prazo.

Gráfico 7 - Índices de liquidez da Cruzeiro do Sul



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

A liquidez corrente começou em um nível muito baixo de 0,24, em março de 2020, mas teve um aumento significativo para 0,90, em junho e continuou a crescer para 2,60, em março de 2021. Esse crescimento indica uma melhora significativa na capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo após o IPO. Após 2021, a liquidez corrente começou a diminuir gradualmente, caindo para 1,71, em dezembro de 2022 e para 1,12, em setembro de 2023.

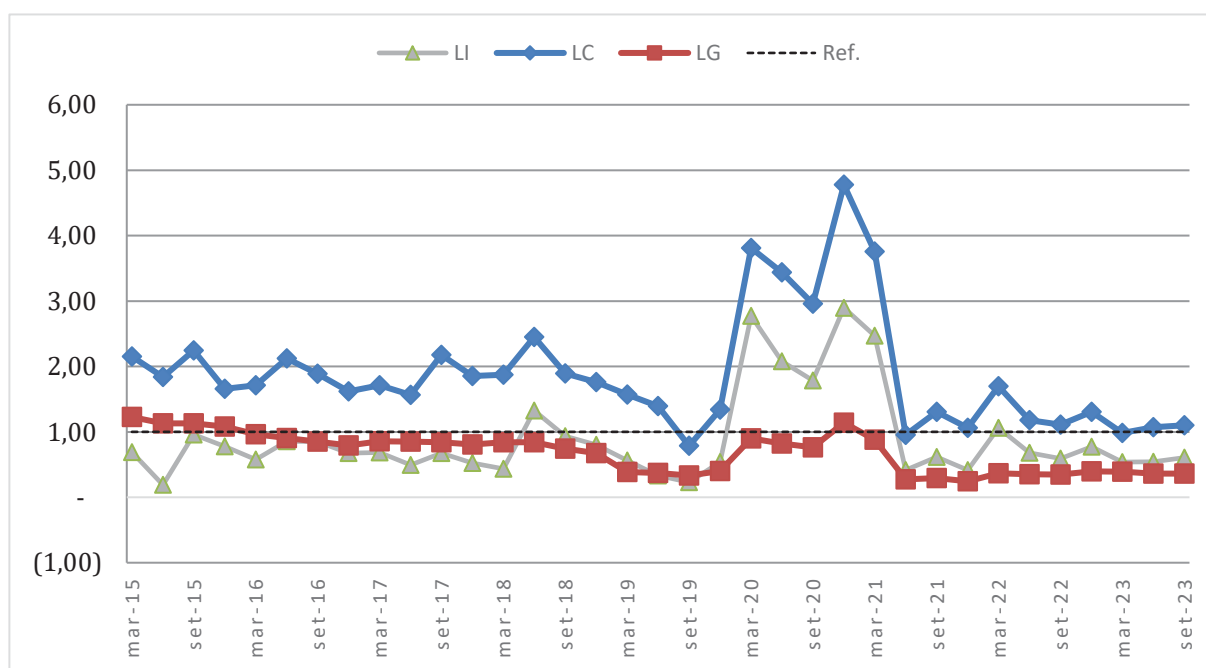
A liquidez imediata seguiu um padrão semelhante ao da liquidez corrente, começando em 0,12, em março de 2020, e subindo significativamente para 2,22, em março de 2021. Esse aumento indica uma melhora na capacidade da empresa de cumprir obrigações imediatas com caixa disponível. Após atingir um pico em março de 2021, a liquidez imediata começou a declinar, caindo para 1,30, em dezembro de 2022 e para 0,77, em setembro de 2023. Esta queda contínua sugere uma redução na capacidade da empresa de cumprir obrigações imediatas, refletindo possíveis dificuldades financeiras.

Em fevereiro de 2021, a Cruzeiro do Sul realizou seu *IPO* (*Initial Public Offering*), um evento significativo que marcou a entrada da empresa no mercado de ações. O impacto do IPO é claramente visível nos índices de liquidez a partir de março de 2021.

e) Ânima (ANIM3):

Entre março de 2015 e setembro de 2023, os indicadores de liquidez da Ânima revelam várias tendências marcantes. A liquidez geral mostra uma tendência de queda constante até 2018, caindo de 1,23 para 0,68, refletindo possíveis desafios em manter a proporção de ativos líquidos suficientes para cobrir suas obrigações. Este indicador atingiu um mínimo histórico em 2019, com um valor de 0,39, sugerindo dificuldades financeiras significativas durante esse período. Apesar de uma recuperação notável em 2020, os valores permanecem voláteis, estabilizando-se em torno de 0,36, nos últimos trimestres analisados.

Gráfico 8 - Índices de liquidez da Ânima



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

A liquidez corrente também apresenta oscilações significativas ao longo do período. Inicialmente, há uma variabilidade com um pico de 2,24, em setembro de 2015, mas uma queda constante leva o indicador a atingir um mínimo, em setembro de 2019. A recuperação acentuada em 2020, com um valor máximo de 4,78, em dezembro, indica uma possível melhoria nas condições operacionais ou ajustes estratégicos importantes. No entanto, entre 2021 e 2023, a liquidez corrente volta a oscilar, com uma tendência de estabilização em torno de 1,10, refletindo ainda um cenário de incerteza.

A liquidez imediata mostra uma variabilidade alta ao longo do período, com picos e quedas acentuadas. Em 2018, um aumento significativo seguido por uma queda indica desafios em manter níveis elevados de liquidez à vista. O ano de 2020 traz uma recuperação notável, em decorrência do aumento de capital. Entre 2021 e 2023, a liquidez imediata tende a se estabilizar em torno de 0,60, indicando que a Ânima pode estar entrando em uma fase de maior controle financeiro, apesar das oscilações anteriores.

4.1.1.1 Índices de liquidez - comparação entre as empresas selecionadas:

Todas as empresas apresentaram um movimento de enfraquecimento dos índices de liquidez a partir de 2017 ou 2018. Esse padrão pode refletir tanto o esgotamento do ciclo de expansão baseado no crédito estudantil (FIES) quanto nos efeitos regulatórios mais restritivos e de maior competição.

Há uma recuperação temporária dos índices de liquidez, notadamente em 2020 e 2021. Isso pode estar associado a movimentações de capital, como IPO (caso da Cruzeiro do Sul) e possíveis renegociações de dívidas. De forma geral, após os picos de 2020 e parte de 2021, os índices voltam a cair até 2023, sugerindo que os movimentos de reforço de caixa foram pontuais, não sustentáveis no médio prazo.

Tabela 5 – Índices de liquidez - empresas selecionadas:

Empresa	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Liquidez Imediata	Avaliação
Ser Educacional	Crítica e em queda (12-2017 1,45 / 09-2023 0,47)	Enfraquecendo (até 06-2020 superior 2,5 / 09-2023 1,13)	Muito baixa (03-2015 0,19 / 09-2023 0,28. Com pico de 3,09 em 12-2017)	Deterioração crescente
Cogna	Muito baixa (pós 2018 <0,60)	Muito baixa (pré 2018 pico de 7,29 / Pós 2018 decrescente até 1,21 em 09-2023)	Muito baixa (03-2015 0,35 / 09-2023 0,36 com pico de 5,68 em 09-2018)	Desempenho mais crítico do grupo
Yduqs	Moderada em queda (Pós 2018 sai de 1,34 para 0,55 em 09-2023)	Moderada (Antes 2018 superior a 2 / Pós 2018, deterioração até 1,52 em 09/2023)	Baixa (flutuações entre 1 e 2, mas com tendência de queda 0,70 em 09-2023)	Resiliência relativa no setor
Cruzeiro do Sul	Fraca e caindo após IPO (<0,50 em todo o período)	Moderada após IPO (pico em 03/2021 2,60 / decrescente até 1,12 em 09/2023)	Moderada após IPO (0,77 em 09/2023)	Depende de capital externo
Ânima	Baixa, mas estável	Melhora no curto prazo (pico de 4,78 em 2020 / decrescente até 1,10 em 09/2023)	Moderada instável (entre 2021 e 2023 ficou próximo de 0,60)	Melhor capacidade de ajuste no curto prazo

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

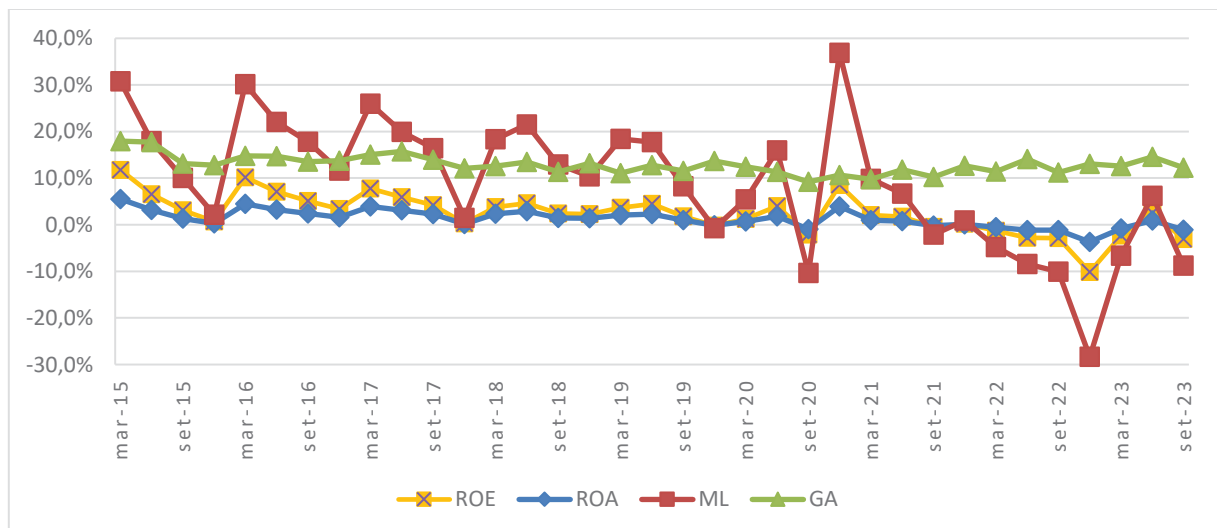
4.1.2 Indicadores econômicos ou de rentabilidade

A análise dos indicadores de rentabilidade das principais instituições de ensino superior brasileiras apresenta uma visão detalhada de sua saúde financeira ao longo dos anos. Tais indicadores são cruciais para avaliar a eficiência das operações das empresas, a capacidade de gerar lucro e o retorno proporcionado aos acionistas. Nesse contexto, observar a evolução do giro do ativo, da margem líquida, da rentabilidade do ativo (ROA) e da rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) oferece insights valiosos sobre como essas instituições têm se adaptado às mudanças no cenário educacional e econômico do país.

a) Grupo Ser Educacional (SEER3):

De 2015 a 2017, o índice do giro do ativo (GA) do Grupo Ser Educacional iniciou em 17,9%, em março de 2015 e caiu para 12,1%, em dezembro de 2017, demonstrando uma tendência geral de declínio. A margem líquida (ML) começou alta em 30,7%, em março de 2015, mas mostra uma queda significativa para 2,1%, em dezembro de 2015, recuperando-se para 26,0%, em março de 2017 antes de descer novamente para 1,4%, em dezembro de 2017. A rentabilidade do ativo (ROA) declinou de 5,5%, em março de 2015 para 0,2%, em dezembro de 2017, com uma queda contínua durante o período. E por fim, a rentabilidade do patrimônio líquido (ROE): Inicia em 11,8%, em março de 2015 e diminui para 0,3%, em dezembro de 2017, mostrando uma tendência de declínio com algumas recuperações menores.

Gráfico 9 - Indicadores de rentabilidade do Grupo Ser Educacional



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

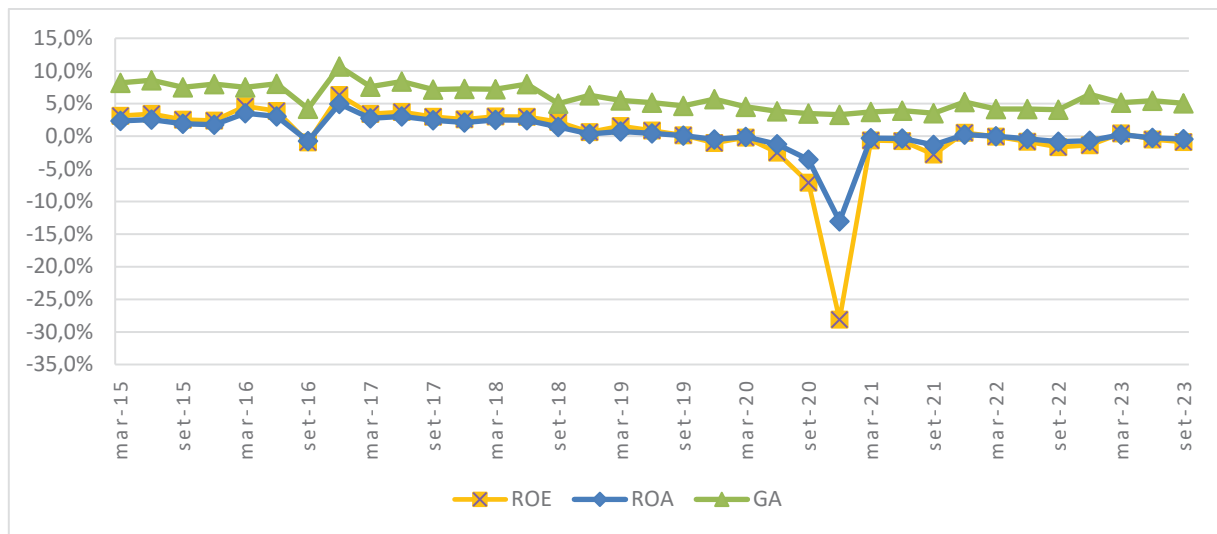
A partir de 2018, o GA variou entre 11,1% e 13,5% durante esse período, atingindo o ponto mais baixo de 9,2%, em setembro de 2020. A margem líquida flutuou ao longo do período, começando em 18,4%, em março de 2018, subindo para 36,9%, em dezembro de 2020, mas, depois caindo para valores negativos, como -10,4%, em setembro de 2020. O ROA oscilou entre 2,3% e -1,0%, indicando inconsistências na rentabilidade. E o ROE alcançou um máximo de 8,5%, em dezembro de 2020, mas também apresentou valores negativos, como -2,1%, em setembro de 2020.

E finalmente, no período de 2021 a 2023, o giro do ativo manteve-se relativamente estável, entre 10,2% e 14,5%, terminando em 12,2%, em setembro de 2023. A margem líquida demonstrou uma volatilidade significativa, começando em 9,8%, em março de 2021, atingindo um mínimo de -28,4%, em setembro de 2022, e depois recuperando para -8,8%, em setembro de 2023. O ROA variou de 0,1%, em março de 2022 a -1,3%, em dezembro de 2021, refletindo uma rentabilidade volátil e, muitas vezes, negativa. E por fim, o ROE oscilou entre 2,5%, em junho de 2023 e -10,1%, em dezembro de 2022, indicando um desempenho financeiro instável e negativo.

b) Cogna (COGN3):

No período de 2015 a 2017, o giro do ativo da Cogna iniciou em 8,2%, em março de 2015, fluando entre 7,2% e 8,6%, atingindo um ponto baixo de 4,2%, em setembro de 2016, mas recuperando-se para 10,7%, em dezembro de 2016. A margem líquida começou em 28,9%, em março de 2015, aumentando significativamente para 47,3%, em março de 2016, antes de cair para valores negativos, alcançando -17,7%, em setembro de 2016 e recuperando-se para 46,3%, em dezembro de 2016. A rentabilidade do ativo variou entre 1,8% e 3,5%, caindo para -0,7%, em setembro de 2016, mas subsequentemente subindo para 4,9%, em dezembro de 2016. A rentabilidade do patrimônio líquido iniciou em 3,1%, em março de 2015, variando até 6,3%, em dezembro de 2016, com um ponto baixo de -0,9%, em setembro de 2016.

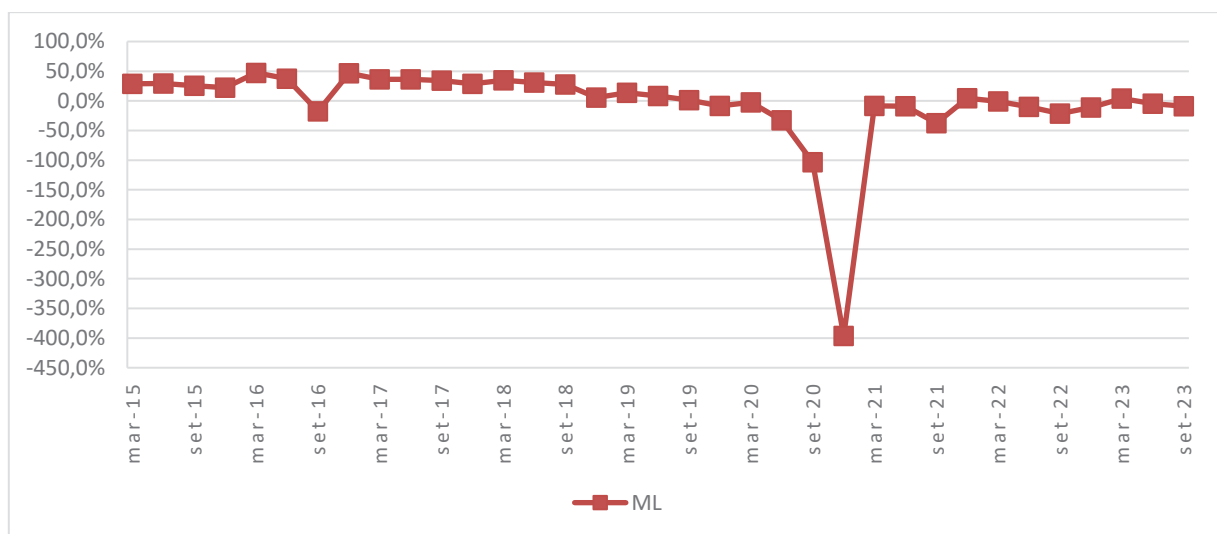
Gráfico 10 - Indicadores de rentabilidade Cogna



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

No período de 2018 a 2020, o giro do ativo da Cogna variou entre 5,0% e 8,0%, com uma tendência de queda que culminou em 3,3%, em dezembro de 2020. A margem líquida apresentou grande volatilidade, iniciando em 34,9%, em março de 2018 e despencando drasticamente para -396,6%, em dezembro de 2020, decorrentes de perdas no valor recuperável do ágio de unidades de negócios (impairment). A rentabilidade do ativo mostrou uma tendência de queda acentuada, variando de 2,5%, em março de 2018 a -13,0%, em setembro de 2020. A rentabilidade do patrimônio líquido começou em 3,0%, em março de 2018 e caiu para -28,1%, em dezembro de 2020, refletindo quedas progressivas durante esses anos.

Gráfico 11 - Indicadores de rentabilidade Cogna (Cont.)



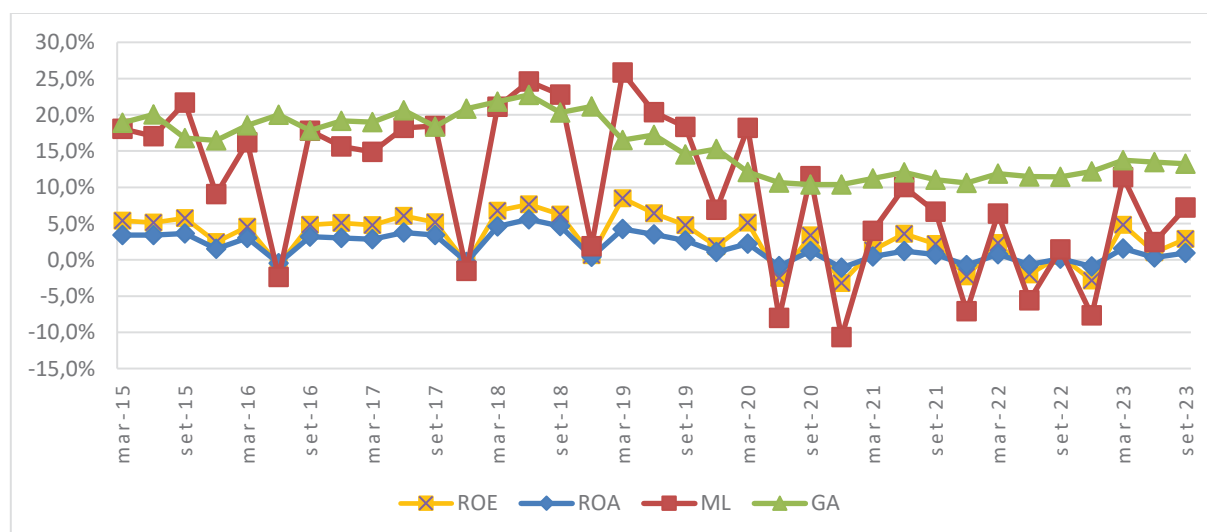
Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Durante o período de 2021 a 2023, a análise dos indicadores financeiros revelou um cenário de estabilidade e recuperação gradual para a empresa em questão. O giro do ativo, mantendo-se relativamente estável, oscilou entre 3,3% e 6,4%, encerrando em 5,0%, em setembro de 2023. Enquanto isso, a margem líquida testemunhou uma trajetória turbulenta, iniciando em -8,2%, em março de 2021, alcançando um valor positivo de 4,7%, em setembro de 2021, mas declinando novamente para -9,2%, em setembro de 2023. Por sua vez, a rentabilidade do ativo apresentou uma leve recuperação, variando de -0,3% a 0,4%, com um mínimo de -1,3%, em março de 2022. Enquanto isso, a rentabilidade do patrimônio líquido oscilou entre -0,6% e 0,5%, registrando uma ligeira recuperação para 0,4%, em junho de 2023, após atingir um mínimo de -2,8%, em setembro de 2021.

c) Yduqs (YDUQ3):

Durante o período entre março de 2015 e dezembro de 2017, foi observado um aumento no giro do ativo da empresa, que passou de 18,9% para 20,9%, indicando uma trajetória ascendente na eficiência dos ativos. No entanto, a margem líquida teve uma variação considerável, iniciando em 18,1% e alcançando -1,5% até o final de 2017, demonstrando alguma instabilidade, apesar de manter-se geralmente positiva. As flutuações não foram exclusivas da margem líquida, mas também foram observadas na rentabilidade do ativo e do patrimônio líquido, que oscilaram ao longo do período, mas permaneceram predominantemente positivas, com destaque para um pico de 5,7% na rentabilidade do patrimônio líquido, em setembro de 2017.

Gráfico 12 - Indicadores de rentabilidade Yduqs



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

No intervalo entre março de 2018 e dezembro de 2020, houve uma queda gradual no giro do ativo da empresa, que passou de um valor inicial para 12,1%, ao final do período. A margem líquida, por sua vez, apresentou uma significativa flutuação, atingindo seu ponto mais baixo, em junho de 2020, com -10,7%, antes de se recuperar para 7,2%, em dezembro de 2020. Além disso, tanto a rentabilidade do ativo quanto do patrimônio líquido diminuiu, com esta última atingindo seu ponto mais baixo, em dezembro de 2020, registrando -2,8%.

E por fim, no período compreendido entre março de 2021 e setembro de 2023, observou-se uma estabilização do giro do ativo em torno de 11-13%, sugerindo uma possível consolidação após a queda registrada nos anos anteriores. Enquanto isso, a margem líquida apresentou uma notável recuperação, alcançando 11,4%, em março de 2022, após períodos anteriores de valores negativos. Além disso, a rentabilidade do ativo e do patrimônio líquido também demonstrou sinais de recuperação, embora ainda permanecesse abaixo dos níveis anteriores. Esses indícios apontam para uma possível retomada gradual da saúde financeira da empresa após os desafios enfrentados nos anos anteriores, indicando uma tendência positiva em direção à estabilidade e ao crescimento.

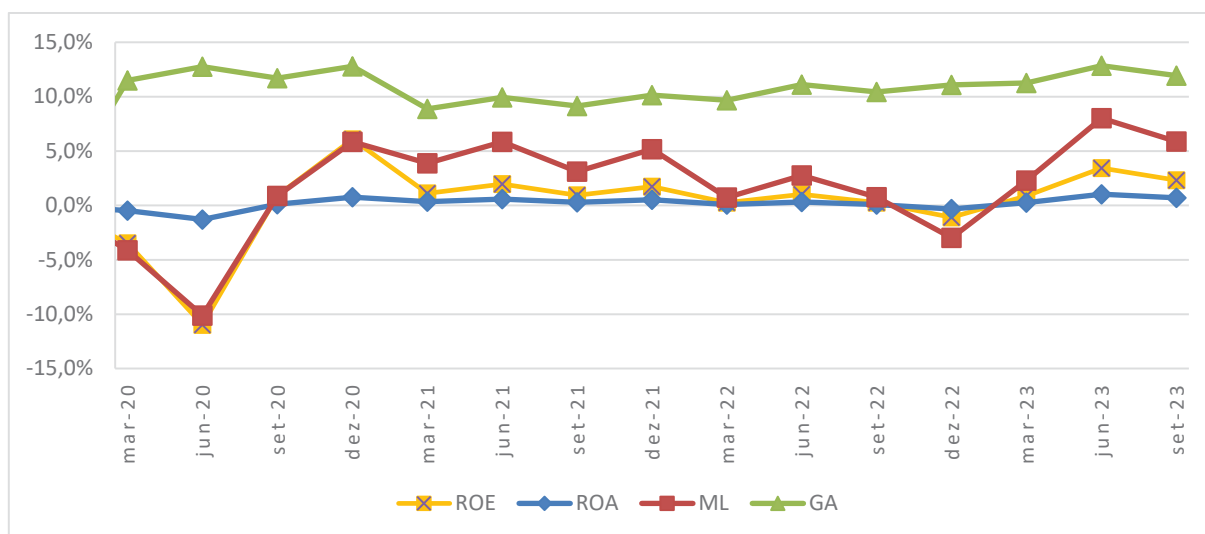
d) Cruzeiro do Sul (CSED3):

No período entre março de 2020 e dezembro de 2022, a Cruzeiro do Sul experimentou uma série de oscilações em seus indicadores financeiros de rentabilidade. O giro do ativo, por exemplo, começou em 11,5%, em março de 2020, alcançou seu pico, em dezembro do mesmo ano, com 12,8%, mas então declinou gradualmente para 11,9%, em setembro de 2022.

Por sua vez, a margem líquida também apresentou uma ampla variação, partindo de -4,1%, em março de 2020 e atingindo 8,0%, em junho de 2023. Apesar de momentos de resultados negativos, como em junho de 2020, houve uma notável recuperação nos trimestres seguintes, o que indica uma certa volatilidade nos lucros da empresa ao longo do tempo.

Entretanto, a rentabilidade do ativo e do patrimônio líquido permaneceram relativamente baixas durante esse período. Os valores oscilaram em torno de 0%, atingindo um mínimo de -1,1%, em dezembro de 2022 para a rentabilidade do patrimônio líquido. Esses números revelam os desafios enfrentados pela empresa na geração de retorno sobre seus investimentos e patrimônio.

Gráfico 13 - Indicadores de rentabilidade Cruzeiro do Sul



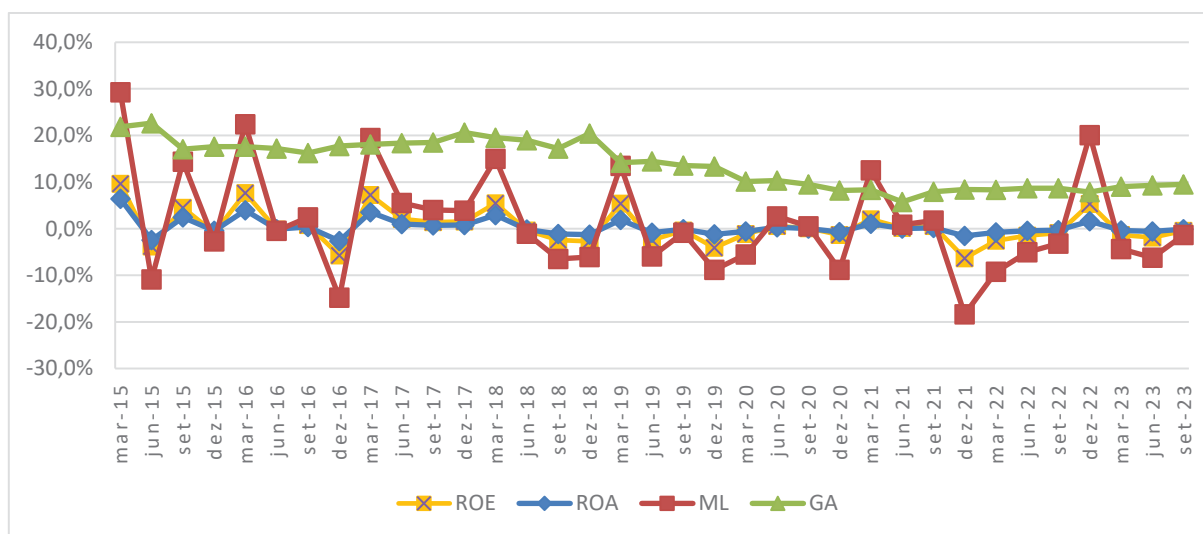
Fonte: elaborado pelo autor (2024)

e) Ânima (ANIM3):

Durante o período de março de 2015 a dezembro de 2017, a Ânima mostrou uma variação significativa em seus índices econômicos. O Giro do Ativo começou em 21,9%, em março de 2015, atingindo um pico de 22,6%, em junho de 2015, mas terminou o período em 20,6%, em dezembro de 2017. A Margem Líquida teve uma trajetória volátil, começando alta em 29,3%, em março de 2015, caindo para -14,8%, em dezembro de 2016, e se recuperando para 3,9%, em dezembro de 2017. A rentabilidade do ativo também variou, começando em 6,4%, chegando ao mínimo de -2,6%, em dezembro de 2016, e terminando em 0,8%, em dezembro de 2017. Por fim, a Rentabilidade do Patrimônio Líquido iniciou em 9,7%, atingiu o ponto mais baixo de -5,7%, em dezembro de 2016 e fechou o período em 1,6%, em dezembro de 2017.

No período seguinte, de março de 2018 a dezembro de 2020, foi observada uma tendência de declínio nos índices econômicos. O Giro do Ativo começou em 19,5%, em março de 2018, mas decresceu chegando a 8,2%, em dezembro de 2020. A margem líquida também apresentou variação negativa, começando em 15,0%, em março de 2018, mas caindo para -8,8%, em dezembro de 2020. A rentabilidade do ativo começou em 2,9%, em março de 2018, mas terminou o período levemente negativa em -0,7%, em dezembro de 2020. Similarmente, a rentabilidade do patrimônio líquido começou positiva em 5,4%, em março de 2018, mas terminou negativa em -1,3%, em dezembro de 2020.

Gráfico 14 - Indicadores de rentabilidade Ânima



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

No último bloco de análise, de março de 2021 a setembro de 2023, houve uma leve recuperação em alguns índices. O giro do ativo começou em 8,3%, em março de 2021 e teve um aumento gradual, terminando em 9,5%, em setembro de 2023. A margem líquida começou em 12,5%, em março de 2021, atingiu um pico de 20,0%, em setembro de 2022, mas terminou em -1,3%, em setembro de 2023. A rentabilidade do ativo permaneceu baixa, começando em 1,0%, em março de 2021 e variando levemente, terminando em -0,1%, em setembro de 2023. A rentabilidade do patrimônio líquido também mostrou recuperação inicial de 2,0%, em março de 2021, mas terminou negativa em -0,4%, em setembro de 2023.

4.1.2.1 Índices de rentabilidade - comparação entre as empresas selecionadas:

Todas as empresas analisadas apresentaram queda nos indicadores de rentabilidade a partir de 2017, refletindo o esgotamento do ciclo de crescimento e o endurecimento do ambiente regulatório. Isso se manifesta especialmente na redução do giro do ativo, mostrando menor eficiência operacional e na queda da margem líquida, que em vários momentos se torna negativa.

É evidente uma volatilidade nas margens líquidas, com períodos alternando lucros e prejuízos. Isso reflete tanto a pressão sobre receitas quanto o aumento de custos operacionais, despesas financeiras e, eventualmente, efeitos contábeis de aquisições, *impairments* e reestruturações.

Algumas empresas, como Cruzeiro do Sul e Ânima, apresentam uma recuperação pontual em 2021, muito associada a eventos de captação (como IPOs ou aumento de capital) e reorganização operacional durante a pandemia. Contudo, essa melhora não se sustenta no médio prazo e há nova deterioração dos indicadores a partir de 2022.

A maior parte das empresas apresenta ROA e ROE muito baixos ou negativos de 2019 em diante, indicando dificuldades em repassar aumentos de preço.

Tabela 6 – Índices de rentabilidade - empresas selecionadas:

Empresa	Giro do Ativo	Margem Líquida	ROA/ ROE	Avaliação Sintética
Ser Educ.	Moderado (Entre 10% e 20%)	Negativa, volátil com tendência de queda	Muito baixo, negativo	Alta instabilidade financeira
Cogna	Muito baixo (<10% em todo o período, encerrando com 5% em 09/2023)	Negativa, volátil com tendência de queda	Muito baixo/negativo	Maior fragilidade do setor
Yduqs	Moderado (Entre 10% e 20%, encerrando com ~13% em 09/2023)	Recuperação consistente	Levemente positivo	Melhor eficiência e resiliência relativa
Cruzeiro do Sul	Moderado (entre 10% e 13%)	Melhoria pontual após IPO	Muito baixo	Depende de capital externo, geração fraca de retorno
Ânima	Moderado (entre 10% e 20%, encerrando com 9,5% em 09/2023)	Melhor recuperação na margem (até 2022), mas decresceu e terminou com - 1,3% em 09/2023	Baixo/negativo	indicadores mostram dificuldades com as mudanças externas impostas

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

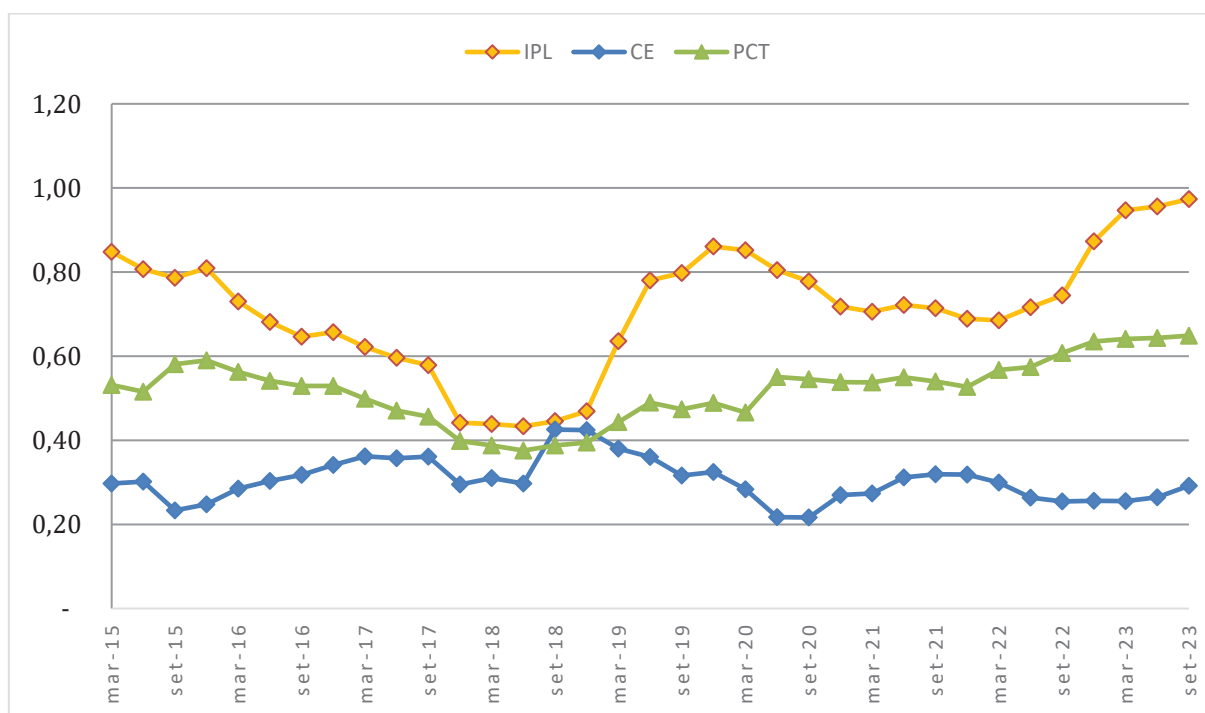
4.1.3 Indicadores estruturais

A análise dos indicadores estruturais das empresas do setor de ensino superior no Brasil é fundamental para compreender a solidez financeira e a capacidade de sustentar suas operações ao longo do tempo. Esses indicadores, como os índices de endividamento geral, de imobilização do patrimônio líquido e de participação de capitais de terceiros, oferecem uma visão detalhada sobre a estrutura de capital dessas instituições e suas estratégias financeiras.

a) Grupo Ser Educacional (SEER3):

A análise dos índices de endividamento da Ser Educacional evidencia a estrutura de capital da instituição e sua evolução ao longo do tempo, indicando o equilíbrio entre capital próprio e de terceiros.

Gráfico 15 - Índices de endividamento do Grupo Ser Educacional



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

De março de 2015 a dezembro de 2017, o índice de endividamento geral (PCT) do Grupo Ser Educacional demonstrou uma leve redução, caindo de 0,53 para 0,40. Após uma leve subida em 2018, o índice manteve-se relativamente estável em torno de 0,40 a 0,55 até 2020, isso representa que ocorreram flutuações, mas em mesmo nível do período de 2015. Após 2020,

até setembro de 2023, o índice varia ligeiramente, terminando em 0,65, indicando uma estabilização relativa em um nível mais alto.

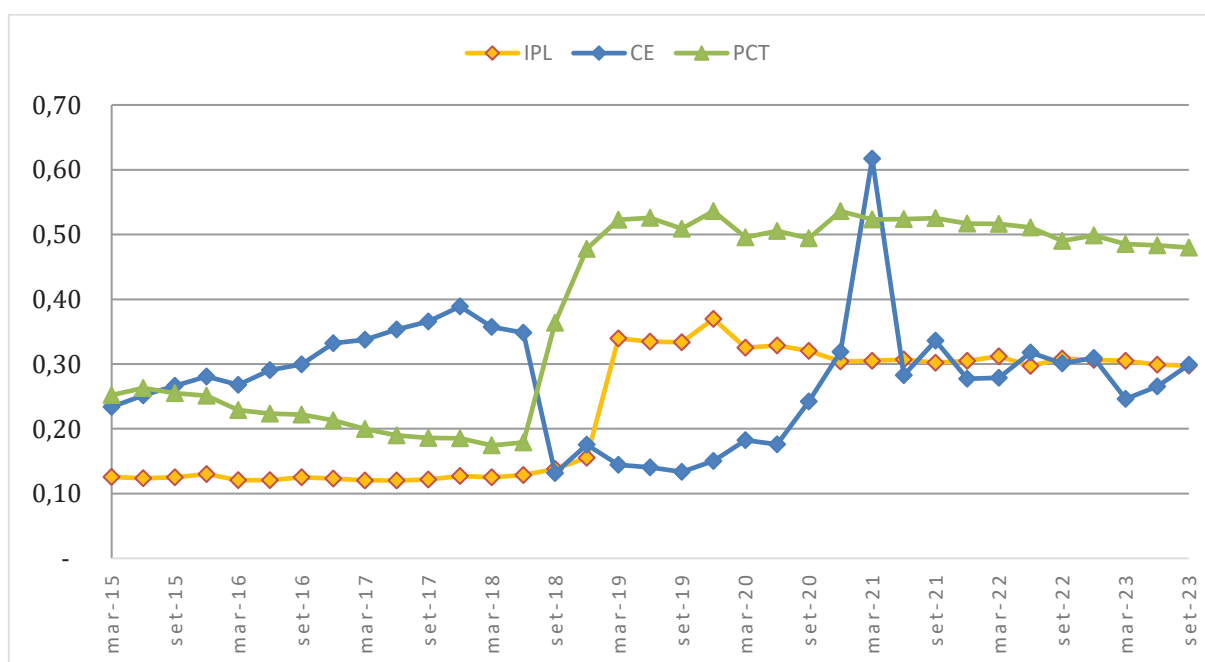
O índice de imobilização do patrimônio líquido (IPL), de março de 2015 a dezembro de 2017, demonstrou uma diminuição de 0,85 para 0,44, mostrando uma redução significativa na proporção de ativos imobilizados em relação ao patrimônio líquido. Após 2017, o índice voltou a subir, atingindo 0,86, em dezembro de 2019 e estabilizando-se em níveis mais altos, alcançando 0,97, em setembro de 2023, indicando um aumento na imobilização dos ativos em relação ao patrimônio líquido.

E por fim, o índice de participação de capitais de terceiros (CE), de março de 2015 a dezembro de 2017, demonstra pouca variação, mantendo-se em torno de 0,30. Em 2018, há um aumento para 0,43, seguido por uma queda e estabilização em torno de 0,30, nos anos seguintes. De 2019 a 2023, o índice apresenta pequenas variações, terminando em 0,29, sugerindo um controle relativamente estável da dependência de capitais de terceiros.

b) Cogna (COGN3):

Os índices de endividamento da Cogna entre 2015 e 2023 demonstram redução inicial da alavancagem, seguida de aumento após 2018 e flutuações na dependência de capitais de terceiros.

Gráfico 16 - Índices de endividamento da Cogna



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Entre março de 2015 e março de 2018, o índice de endividamento geral (PCT) da Cogna mostrou uma tendência de redução, passando de 0,25 para 0,17. Isso indica um esforço da empresa em reduzir sua alavancagem financeira e melhorar a sua saúde financeira. A partir de 2018, houve um aumento acentuado para 0,36, seguido por um pico, em dezembro de 2018, com o índice atingindo 0,48. Esse crescimento pode refletir uma mudança na estratégia financeira ou um aumento nas obrigações da empresa. E por fim, desde 2019, o índice de endividamento geral se manteve relativamente estável, oscilando entre 0,48 e 0,54. Essa estabilização pode indicar que a Cogna encontrou um nível de endividamento sustentável para suas operações.

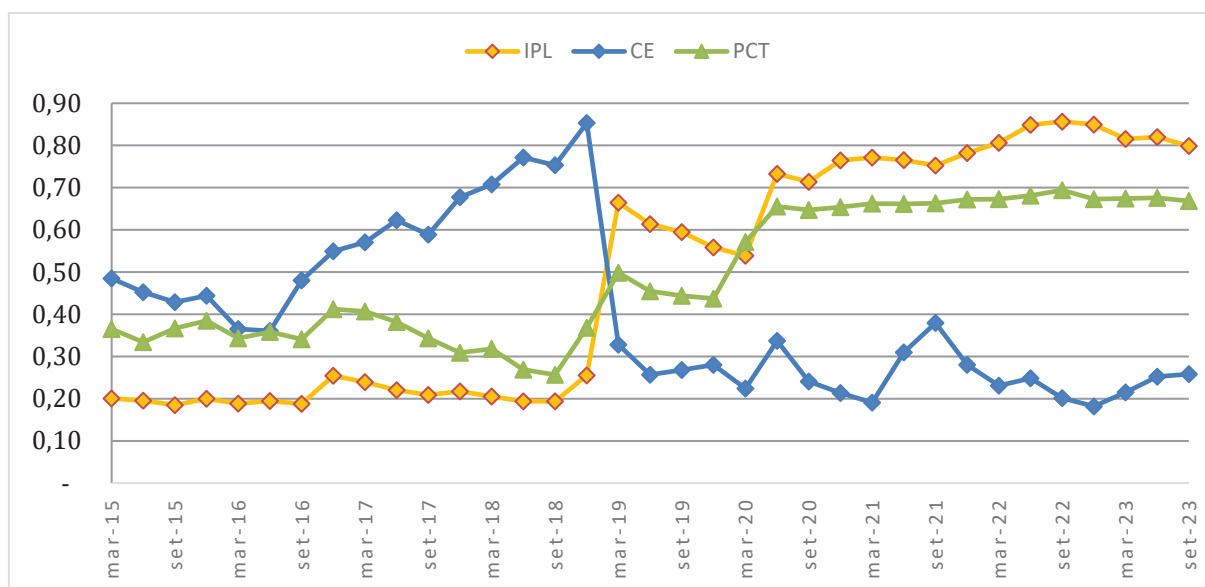
Já o índice de Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL) permaneceu estável em torno de 0,12 a 0,13, entre março de 2015 até dezembro de 2017, mostrando consistência na gestão dos ativos imobilizados em relação ao patrimônio líquido. Em 2018 e 2019, houve um aumento notável, atingindo um pico de 0,37, em dezembro de 2019. Isso pode indicar que a empresa aumentou seus investimentos em ativos fixos, refletindo uma estratégia de crescimento ou expansão. E, de 2020 em diante, o índice se estabilizou em torno de 0,30 a 0,31, sugerindo que a Cogna manteve um equilíbrio na imobilização de seu patrimônio líquido.

E finalmente, o índice de participação de capitais de terceiros (CE) teve um aumento gradual na participação de capitais de terceiros, subindo de 0,23 para 0,39, entre março de 2015 e dezembro de 2017. Isso pode indicar uma maior dependência de financiamentos externos para suportar as operações da empresa. Em 2018, a participação de capitais de terceiros caiu drasticamente para 0,13, em dezembro, seguida por um aumento para 0,62, em março de 2021, refletindo grandes flutuações na dependência de capitais externos. Nos últimos trimestres, de 2022 em diante, a participação de capitais de terceiros se estabilizou em torno de 0,30, sugerindo um ajuste na estratégia de financiamento da Cogna para manter um equilíbrio saudável entre capital próprio e de terceiros.

c) Yduqs (YDUQ3):

Os índices de endividamento da Yduqs apresentaram redução até 2018, elevação acentuada até 2020 e posterior estabilização dos índices; crescimento da imobilização do patrimônio líquido ao longo dos anos; e uma mudança no perfil.

Gráfico 17 - Índices de endividamento da Yduqs



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

O índice de endividamento geral (PCT) da companhia apresentou diversas flutuações ao longo do período analisado. Inicialmente, entre março de 2015 e dezembro de 2016, os valores variaram de 0,36 a 0,41, indicando uma fase de estabilidade relativa. Em seguida, de março de 2017 a dezembro de 2018, houve uma tendência de queda, com o índice atingindo o seu valor mínimo de 0,26, em setembro de 2018. A partir de março de 2019, o endividamento começou a aumentar novamente, alcançando um pico de 0,66, em junho de 2020. Nos últimos períodos analisados, o índice manteve-se estável em torno de 0,67 a 0,68, sugerindo que a empresa encontrou um novo patamar de endividamento.

A imobilização do patrimônio líquido (IPL) também exibiu variações notáveis. De março de 2015 a dezembro de 2016, o índice permaneceu relativamente estável, variando entre 0,18 e 0,25. Entretanto, a partir de março de 2017, houve um aumento gradual, atingindo 0,66, em março de 2019. Entre junho de 2019 e junho de 2022, a imobilização do patrimônio líquido continuou a crescer, atingindo 0,86, em setembro de 2022. Isso pode indicar um aumento significativo nos investimentos em ativos fixos. Nos períodos mais recentes, o índice apresentou uma leve redução, estabilizando-se em torno de 0,80 a 0,82.

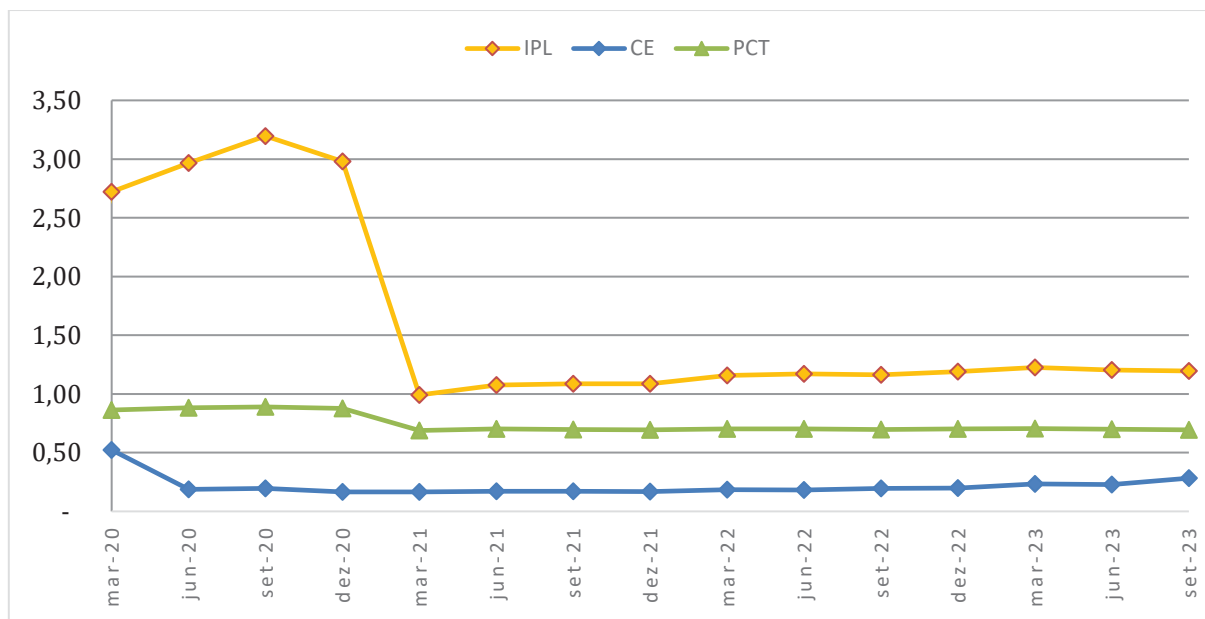
A participação de capitais de terceiros (CE) apresentou um comportamento mais dinâmico. De março de 2015 a março de 2017, o índice variou de 0,43 a 0,55. A partir de então, houve um aumento constante até atingir 0,85, em dezembro de 2018. Nos períodos seguintes, de março de 2019 a março de 2020, o índice caiu significativamente para 0,33, indicando uma redução na dependência de capitais de terceiros. No entanto, entre junho de 2020 e março de

2021, a participação de capitais de terceiros voltou a subir, alcançando 0,38. Nos períodos mais recentes, houve uma nova queda, estabilizando-se em torno de 0,25 a 0,26, sugerindo uma gestão mais equilibrada entre capital próprio e de terceiros.

d) Cruzeiro do Sul (CSED3):

O índice de endividamento geral (PCT) da Cruzeiro do Sul mostrou uma tendência de queda significativa ao longo do período analisado. No início, em março de 2020, o índice era de 0,86, subindo ligeiramente para 0,89, em setembro de 2020. No entanto, a partir de dezembro de 2020, houve uma queda substancial, com o índice diminuindo para 0,69, em março de 2021. A partir daí, o índice estabilizou-se em torno de 0,70, com pequenas variações, até setembro de 2023, quando o índice foi 0,70. Essa redução pode indicar uma melhora na estrutura de capital da empresa, reduzindo seu nível de endividamento ao longo do tempo.

Gráfico 18 - Índices de endividamento da Cruzeiro do Sul



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

O índice de imobilização do patrimônio líquido (IPL) da Cruzeiro do Sul começou muito alto, em março de 2020, com um valor de 2,72, e aumentou ainda mais para 3,20, em setembro de 2020. Esta tendência sugere que a empresa tinha uma alta proporção de ativos fixos em relação ao patrimônio líquido no início do período analisado. A partir de dezembro de 2020, o índice caiu significativamente para 0,99, em março de 2021 e, embora tenha subido

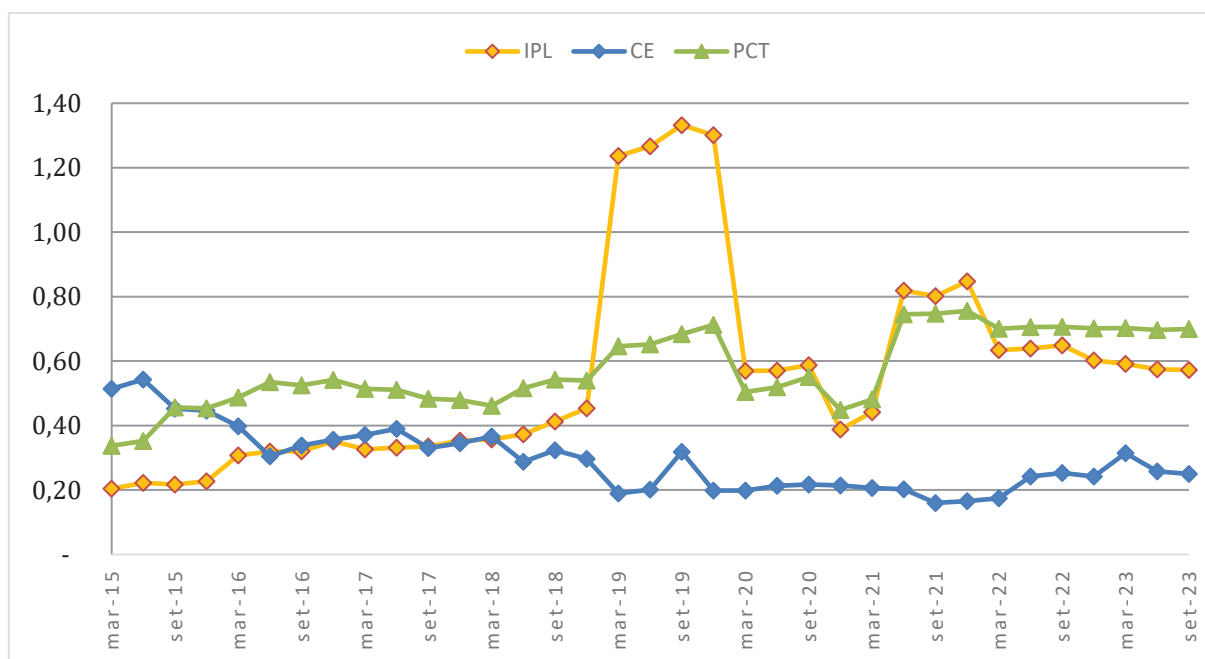
ligeiramente nos trimestres seguintes, manteve-se relativamente estável em torno de 1,08 a 1,22, nos últimos períodos analisados. Esta queda acentuada inicial seguida de estabilidade pode indicar uma reestruturação da empresa.

A participação de capitais de terceiros (CE) também apresentou variações interessantes. Em março de 2020, o índice era de 0,52, mas caiu drasticamente para 0,19, em junho de 2020 e manteve-se em níveis baixos, variando entre 0,17 e 0,20, até dezembro de 2022. Este comportamento sugere uma redução na dependência de financiamentos externos durante este período. No entanto, em março de 2023, o índice começou a subir novamente, atingindo 0,28, em setembro de 2023. Esse aumento recente pode indicar um retorno à utilização de capitais de terceiros, possivelmente para financiar novas oportunidades de crescimento ou reestruturar a dívida existente.

e) Ânima (ANIM3):

O índice de endividamento geral (PCT) da Ânima teve uma trajetória oscilante ao longo dos anos analisados. Iniciou em 0,34, em março de 2015, havendo um aumento significativo até 0,54, em dezembro de 2016. Esse valor se manteve relativamente estável, com pequenas variações, até dezembro de 2018. Em março de 2019, o endividamento começou a aumentar novamente, atingindo um pico de 0,71, em dezembro de 2019. Em 2020, houve uma diminuição significativa para 0,45, em dezembro, seguida de um aumento para 0,75, em junho de 2021, mantendo-se nesse patamar até setembro de 2021. Nos anos seguintes, o índice estabilizou-se em torno de 0,70.

Gráfico 19 - Índices de endividamento da Ânima



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

O índice de imobilização do patrimônio líquido (IPL) apresentou uma tendência crescente até março de 2019, começando em 0,20, em março de 2015 e atingindo 1,33, em setembro de 2019. Este aumento significativo indica que a empresa aumentou a proporção de ativos fixos em relação ao patrimônio líquido ao longo dos anos. Após março de 2019, houve uma queda abrupta para 0,57, em março de 2020. A partir daí, o índice variou, com picos de 0,82, em junho de 2021 e quedas subsequentes, estabilizando-se em torno de 0,57 a 0,65, nos anos seguintes. Essa variação pode indicar mudanças na gestão de ativos fixos e no financiamento da empresa.

O índice de participação de capitais de terceiros (CE) também variou significativamente ao longo do período. Em março de 2015, o índice era de 0,51 e aumentou para 0,54, em junho do mesmo ano. Após isso, houve uma tendência geral de queda até 0,19, em março de 2019. A partir de então, o índice variou entre 0,20 e 0,32 até dezembro de 2020, com uma queda acentuada para 0,16, em junho de 2021. Nos anos seguintes, o índice manteve-se entre 0,17 e 0,31.

4.1.3.1 Índices de rentabilidade - comparação entre as empresas selecionadas:

A maioria das empresas apresentou aumento dos índices de endividamento geral (PCT) e de imobilização do patrimônio líquido (IPL) após 2017, refletindo: crescimento via aquisições

(M&A); expansão dos ativos fixos, incorporação de novas unidades ou investimentos em tecnologia e ensino digital; redução dos aportes governamentais (FIES, PROUNI) e necessidade de buscar financiamento privado.

Queda expressiva nos índices de participação de capitais de terceiros (CE) em várias empresas (Cruzeiro do Sul, Ânima e Yduqs), especialmente após operações de IPO, follow-on ou reestruturações financeiras. Isso pode indicar que as empresas buscaram reforçar o capital próprio e reduzir a dependência de dívidas de curto prazo.

O índice de imobilização do patrimônio líquido (IPL) subiu acentuadamente em quase todas as empresas após 2017, adicionalmente, as empresas enfrentaram cenários de prejuízos. Isso demonstra que o indicador pode ter subido pela deterioração econômica.

Tabela 7 – Índices de endividamento - empresas selecionadas:

Empresa	Endividamento Geral (PCT)	Imobilização (IPL)	Capitais de Terceiros (CE)	Avaliação
Ser Educacional	Moderado e crescente (0,65 09/2023)	Muito elevado (0,97 09/2023)	Estável, relativamente baixo (0,29)	Alta imobilização e crescimento do endividamento.
Cogna	Moderado (0,54 09/2023)	Baixo a moderado (0,30)	Oscilante, mas estabilizado (0,30)	Estrutura menos imobilizada e relativamente equilibrada. Maior disciplina financeira recente, mas ainda pressionada.
Yduqs	Alto e crescente (0,68)	Muito elevado (0,80-0,82)	Baixo (0,25)	Estratégia mais agressiva no patrimônio próprio.
Cruzeiro do Sul	Elevado (0,70)	Extremamente alto (1,08-1,22)	Muito baixo (0,20)	Empresa altamente imobilizada e muito dependente de capital de terceiros (após IPO).
Ânima	Elevado (0,70)	Alto (0,57-0,65)	Muito baixo (0,17-0,31)	Dependência do capital terceiro. Modelo que prioriza menos dívida no curto prazo

Fonte: autor (2025)

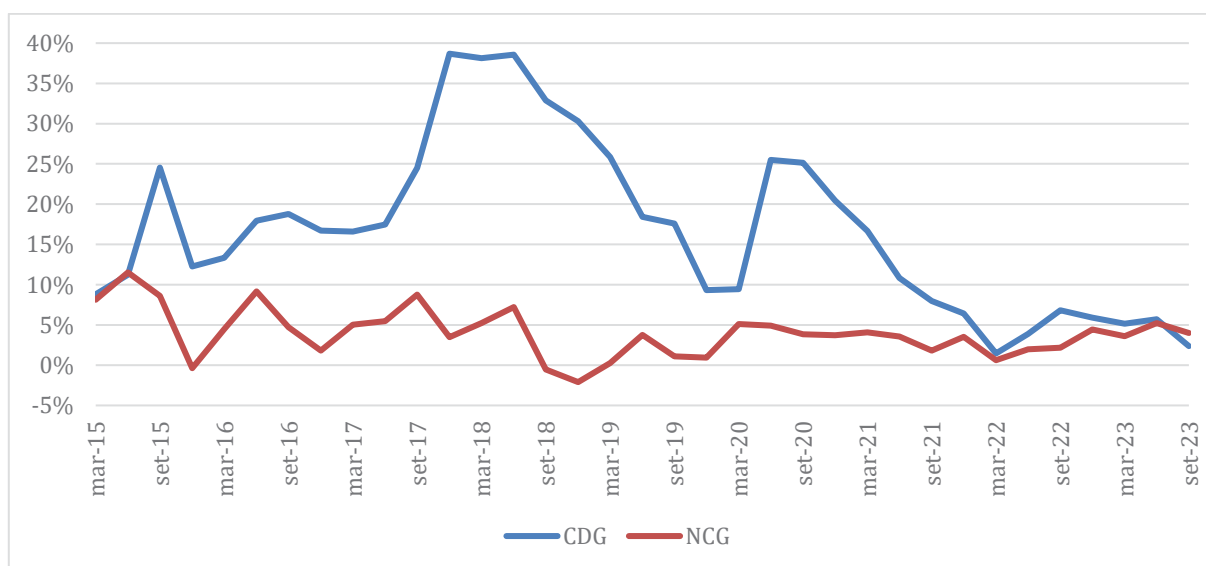
4.2 ANÁLISE DINÂMICA DE INDICADORES (FLERIET)

O indicador de análise dinâmica de capital de giro e necessidade de capital de giro fornece uma visão detalhada sobre a saúde financeira de grandes grupos educacionais no Brasil. Esse indicador ajuda a entender como as empresas gerenciam seus recursos de curto prazo e lidam com suas necessidades operacionais em diferentes momentos. Ao analisar as oscilações nos valores do capital de giro e da necessidade de capital de giro ao longo dos anos, é possível identificar períodos de estabilidade, pressão financeira e recuperação, bem como as estratégias adotadas pelas empresas para manter a sustentabilidade financeira em um mercado altamente competitivo.

a) Grupo Ser Educacional (SEER3):

Entre os anos de 2015 e 2016, observa-se que o CDG e a NCG do Grupo Ser Educacional seguiram uma trajetória relativamente próxima, sem grande divergência. Em dezembro de 2015, a NCG era negativa (-0,4%), indicando que a empresa tinha um excesso de recursos. A partir de junho de 2017, nota-se uma elevação acentuada no CDG (17,5%) e um aumento também na NCG (5,5%), mas o CG cresceu mais rapidamente, indicando uma folga financeira. Já em 2018, há uma discrepância no último trimestre, com a NCG negativa (-2,1%) e o CDG em 30,3%, o que sugere um bom momento financeiro com excesso de capital de giro disponível.

Gráfico 20 - Análise dinâmica do Grupo Ser Educacional



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

A partir de 2019, o CDG diminuiu significativamente, especialmente no final do ano (9,3%), enquanto a NCG se manteve baixa, mas positiva (0,9%). Em 2020, há uma recuperação no CDG, especialmente no segundo trimestre (25,5%), enquanto a NCG aumenta levemente, mas permanece controlada. Durante 2021, o CDG apresentou uma queda acentuada, principalmente em dezembro de 2021 (6,4%), enquanto a NCG aumentou para 3,5%. E por fim, em 2023, tanto o CDG quanto a NCG mostraram variações moderadas, com o CDG oscilando entre 2,4% e 5,7%, e a NCG entre 3,6% e 5,2%, no entanto, vale destacar que ocorreu efeito “tesoura”, demonstrando que a “necessidade de capital de giro” foi maior que o “capital de giro” da companhia.

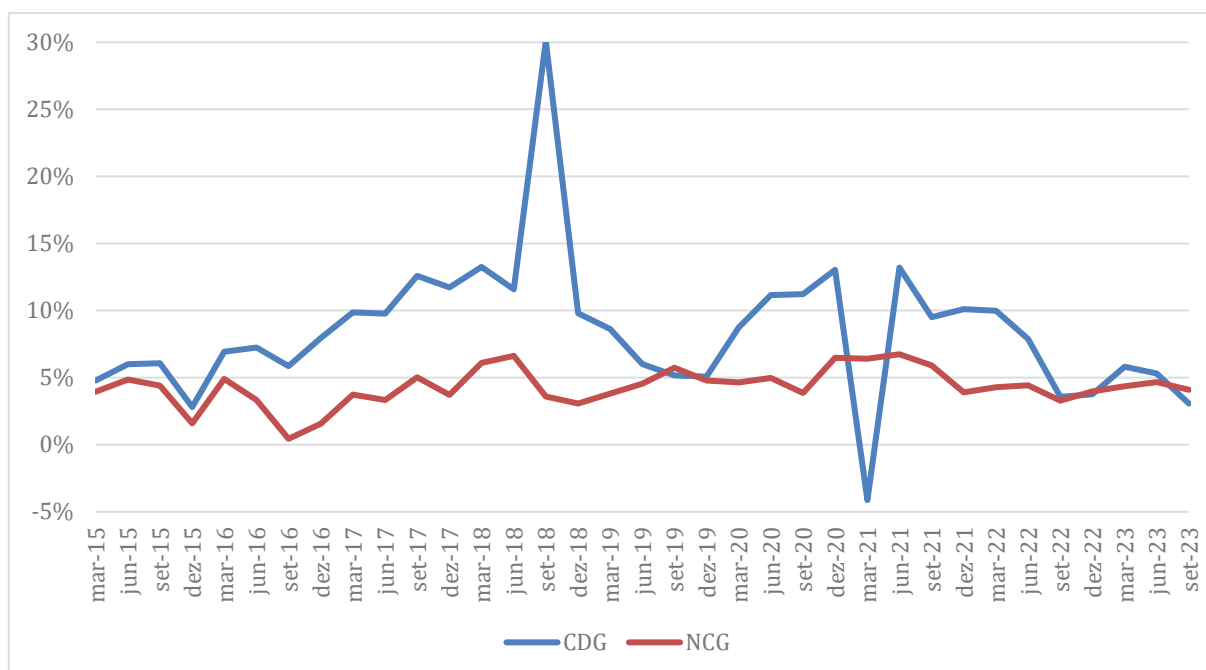
b) Cogna (COGN3):

Em 2015, o Capital de Giro da Cogna começou em 4,8% e apresentou pequenas oscilações, terminando o ano em 2,8%. A Necessidade de Capital de Giro também variou, começando em 4,0% e caindo para 1,6%, em dezembro. Em 2016, houve uma recuperação no CDG, que subiu para 8,0%, em dezembro, enquanto a NCG teve um comportamento volátil, começando em 4,9% em março, caindo para 0,4% em setembro e terminando o ano em 1,6%.

O período de 2017 a 2018 foi marcado por grandes variações no Capital de Giro. Em 2017, o CDG começou em 9,9% e atingiu um pico de 12,6%, em setembro, antes de cair para 11,7%, em dezembro. A NCG seguiu uma trajetória ascendente até setembro (5,0%), mas caiu para 3,7%, em dezembro. Em 2018, o CDG apresentou uma volatilidade significativa, com um pico de 30,1%, em setembro e uma queda para 9,8%, em dezembro. A NCG variou consideravelmente, subindo para 6,6%, em junho e terminando o ano em 3,1%.

Nos anos de 2019 e 2020, o CDG mostrou uma tendência de queda, em 2019, começando em 8,6%, em março e diminuindo para 5,1%, em dezembro. A NCG oscilou entre 3,8% e 5,7%. Em 2020, o CDG viu uma recuperação, subindo para 13,0%, em dezembro. A NCG teve um aumento constante, terminando o ano em 6,5%.

Gráfico 21 - Análise dinâmica da Cogna



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

O período de 2021 a 2022 foi marcado por flutuações significativas no CDG. Em 2021, o CDG caiu drasticamente para -4,1%, em março, mas recuperou-se para 13,2%, em junho. A NCG manteve-se relativamente estável, variando entre 3,8% e 6,7%. Em 2022, o CDG apresentou uma tendência de queda, começando em 10,0%, em março, mas terminou caindo para 3,8%, em dezembro. A NCG também oscilou, começando em 4,3%, em março, caindo para 3,3%, em setembro e aumentando novamente para 4,0%, em dezembro.

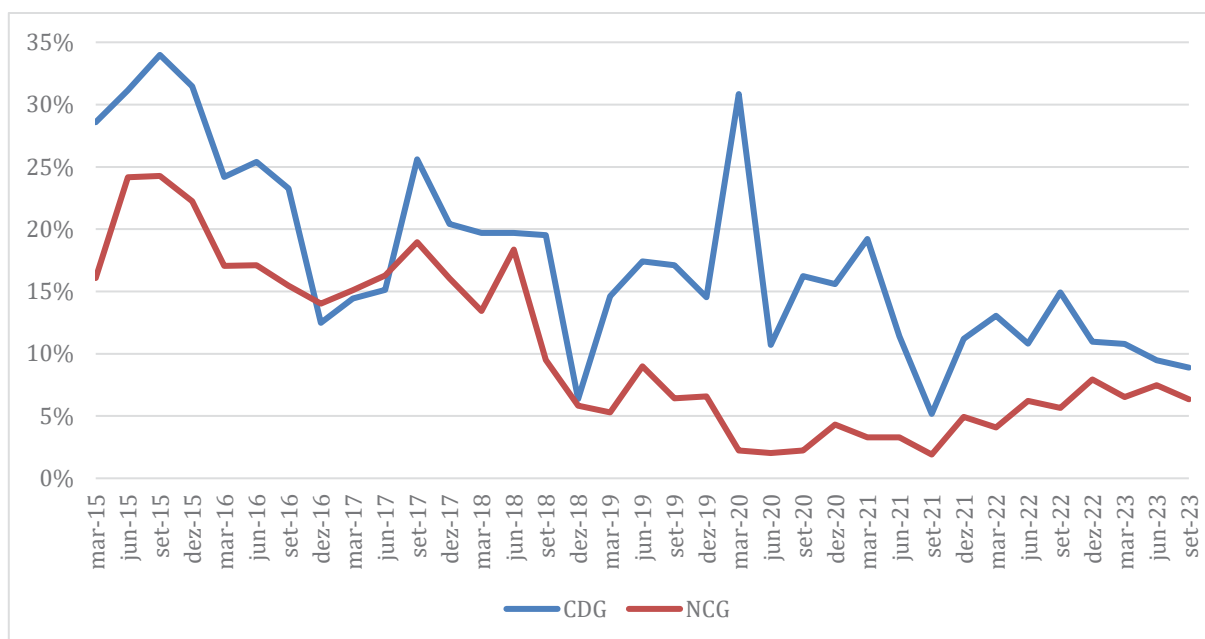
Até setembro de 2023, o CDG continuou a diminuir, caindo para 3,1%. A NCG teve pequenas variações, terminando em 4,1%, nesse trimestre, o índice demonstrou que a necessidade de caixa superou o capital de giro, chamado de efeito “tesoura”, que representa uma deterioração no capital de giro da companhia.

c) Yduqs (YDUQ3):

Durante este período, o CDG da Yduqs começou em 28,6%, em março de 2015, mostrando uma sólida capacidade de financiamento. No entanto, ele diminuiu para 24,2%, em março de 2016, indicando uma possível pressão financeira. A NCG também acompanhou essa tendência, caindo de 16,1% para 15,4%. O CDG sofreu uma queda significativa para 12,5%, em dezembro de 2016, mas houve uma recuperação moderada ao longo de 2017, terminando

em 15,1%, em dezembro. Em 2018, o CDG continuou a subir atingindo 20,4%, em março, antes de cair para 19,5%, em setembro. A NCG permaneceu relativamente estável em torno de 14-16%, durante esse período. Vale destacar que em Dez-16 ocorreu efeito tesoura, em que a NCG foi maior que o CDG.

Gráfico 22 - Análise dinâmica da Yduqs



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Em 2019, o CDG teve uma queda para 6,4%, em março, mas houve uma recuperação ao longo do ano, terminando em 17,4%, em dezembro. Em 2020, o CDG continuou a subir, atingindo 30,8%, em março, enquanto a NCG mostrou uma tendência de queda constante, saindo de 5,8% para 2,0%.

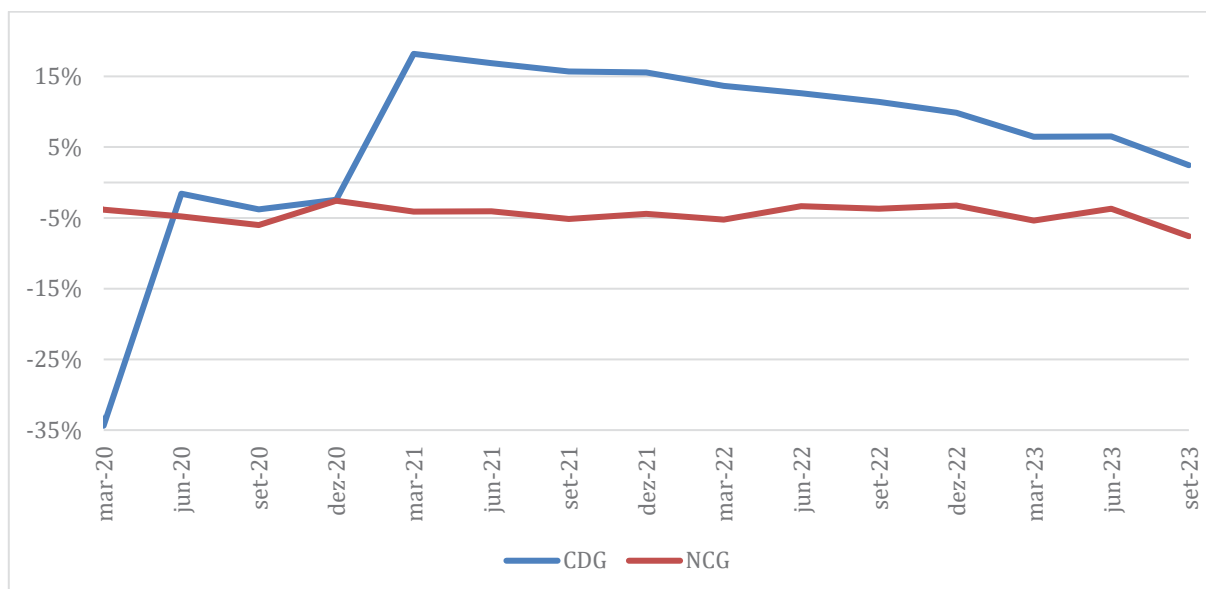
O CDG sofreu uma queda para 5,2%, em março de 2021, indicando uma pressão financeira, mas houve uma recuperação moderada ao longo do ano, terminando em 14,9%, em dezembro de 2021. Em 2022, o CDG continuou a cair, atingindo 8,9%, em setembro, enquanto a NCG também decresceu de 4,3% para 4,1%. Até setembro de 2023, tanto o CDG quanto a NCG continuaram a diminuir, com o CDG em 9,5% e a NCG em 6,5%.

d) Cruzeiro do Sul (CSED3):

No primeiro semestre de 2020, a Cruzeiro do Sul enfrentou desafios financeiros significativos. Em março, o CDG negativo de -34,4% refletiu dificuldades financeiras

consideráveis, embora tenha havido uma ligeira melhoria em junho, quando o CDG passou para -1,6%. No segundo semestre de 2020, apesar de alguns sinais de recuperação, manteve-se um CDG negativo.

Gráfico 23 - Análise dinâmica da Cruzeiro do Sul



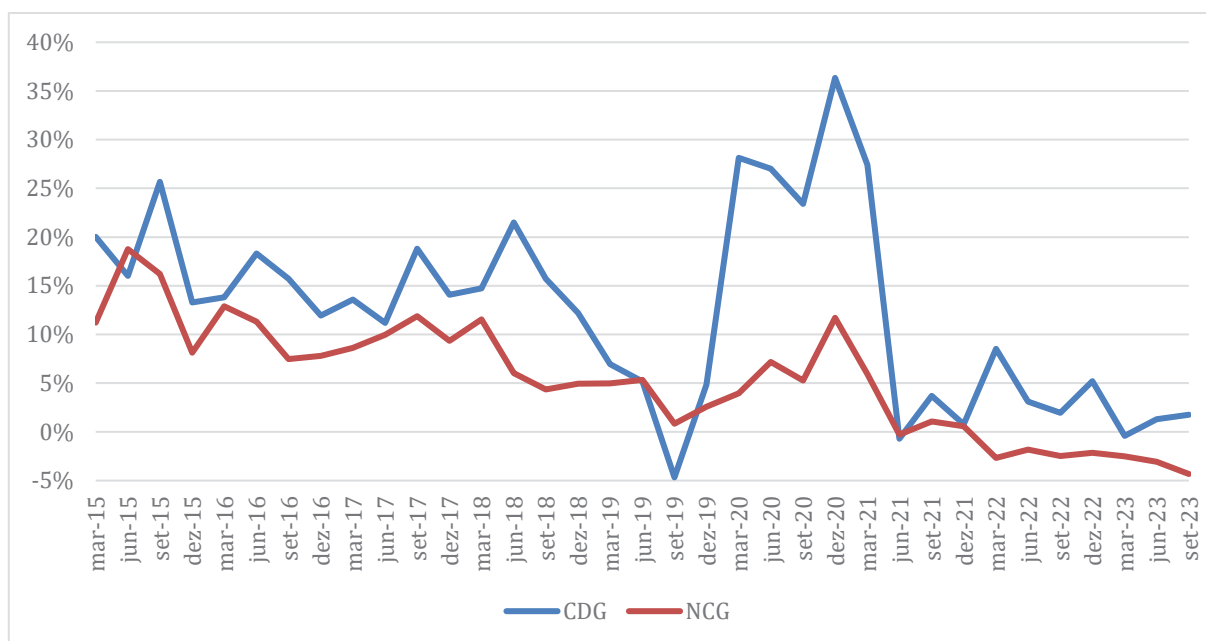
Fonte: elaborado pelo autor (2024)

No início de 2021, a empresa experimentou uma virada notável. De março a junho, o CDG tornou-se positivo em 18,2%, indicando uma melhoria significativa na capacidade de financiar operações de curto prazo. Essa tendência positiva continuou ao longo do segundo semestre de 2021, com a estabilidade financeira mantida e o CDG permanecendo positivo. No entanto, no primeiro semestre de 2022, houve uma leve diminuição no CDG, embora a empresa tenha permanecido estável em geral, indicando uma boa saúde financeira. Nos trimestres subsequentes, embora tenha havido algumas quedas nos números, tanto o CDG quanto a NCG permaneceram positivos, sugerindo uma estabilidade financeira continuada, embora os indicadores tenham mostrado uma tendência de queda no primeiro semestre de 2023.

e) Ânima (ANIM3):

No período de 2015 a 2016, a Ânima apresentou um CDG variável, com uma tendência geral de estabilidade nos primeiros dois anos, com valores oscilando entre 20,0% e 13,3%. Entretanto, a NCG mostrou uma flutuação mais pronunciada, refletindo a volatilidade nas necessidades operacionais da empresa, com valores variando de 11,2% a 18,8%.

Gráfico 24 - Análise dinâmica da Ânima



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

De 2017 a 2018, observou-se uma tendência ascendente no CDG, indicando uma melhoria na capacidade da Ânima de financiar suas operações de curto prazo, com valores que aumentaram gradualmente de 11,9% para 21,5%. Por outro lado, a NCG mostrou uma tendência mais estável, com pequenas flutuações ao redor de uma média de 8%.

Ao longo dos anos de 2019 a 2020, a Ânima enfrentou desafios financeiros, como evidenciado pelo CDG negativo, em setembro de 2019, que atingiu -4,7%. No entanto, houve uma recuperação notável no primeiro trimestre de 2020, com o CDG subindo para 28,1%. A NCG, por sua vez, permaneceu relativamente estável.

Nos anos seguintes, de 2021 a 2023, a Ânima continuou a mostrar sinais de estabilidade financeira, com o CDG mantendo-se positivo, embora com algumas flutuações e a NCG mantendo uma trajetória geralmente descendente.

5 DISCUSSÃO

Nesta seção, serão apresentados elementos que compõem a pesquisa. Sob a perspectiva teórica, a teoria da firma, ao considerar que as empresas buscam a maximização da riqueza dos acionistas (SPULBER, 2009; ROSS et al., 2015), oferece um referencial central para entender por que tantas instituições optaram por expandir suas operações por meio da modalidade de EAD após o decreto.

Adicionalmente, a redução de custos operacionais, a maior escalabilidade e a menor exigência de capital físico tornam o EAD uma escolha estratégica sob a lógica da maximização de lucros. Williamson (1981) e Zylbersztajn (1995) já indicavam que as estruturas organizacionais são moldadas para minimizar custos de transação, e no setor educacional, isso se expressa claramente na substituição de infraestrutura física por plataformas digitais.

Além disso, será abordada uma análise detalhada dos principais aspectos que influenciam o desempenho das empresas do setor educacional privado brasileiro listadas na bolsa de valores. O foco se dará em quatro temas centrais que afetam a sustentabilidade e o crescimento dessas instituições.

Primeiramente, será discutido o panorama das matrículas em cursos de graduação, diferenciando entre os cursos presenciais e os de Educação a Distância (EAD). Esta análise é crucial, pois a escolha entre modalidades presenciais e EAD tem implicações significativas para a gestão operacional e financeira das instituições educacionais.

Em seguida, examinar-se-á a nota média do conceito ENADE (Exame Nacional de Desempenho de Estudantes) tanto para o ensino presencial quanto para o EAD. Este indicador pode influenciar diretamente a atratividade para novos estudantes e, conseqüentemente, a sustentabilidade financeira.

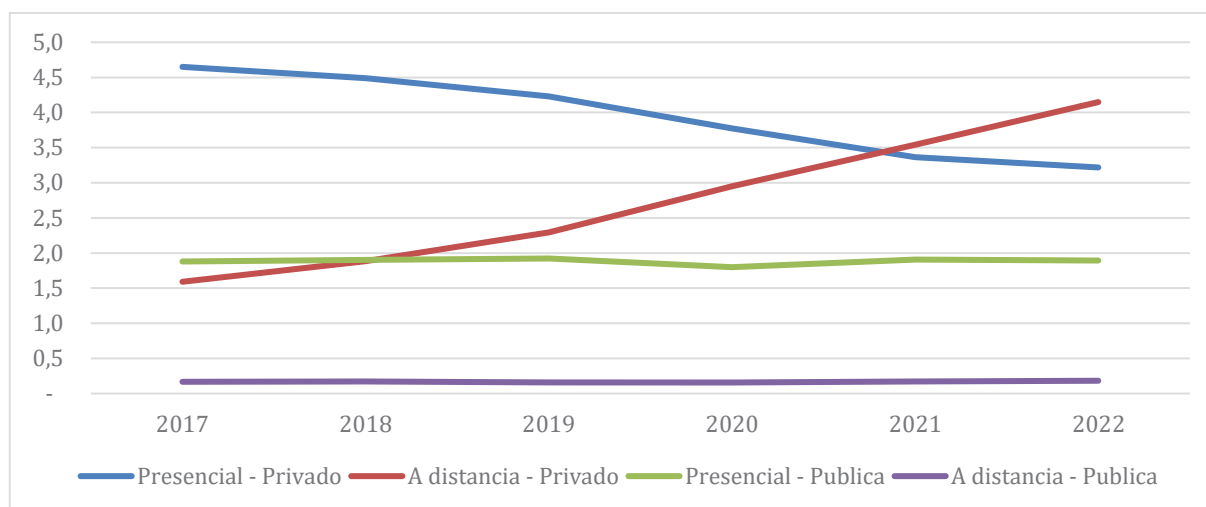
A análise também incluirá uma avaliação dos índices de liquidez, rentabilidade e endividamento médios das empresas do setor educacional privado listadas na bolsa de valores. Esses indicadores fornecerão uma visão abrangente sobre a saúde financeira das empresas, destacando sua capacidade de cumprir obrigações financeiras, gerar lucros e gerenciar dívidas.

Por fim, será explorada a evolução do capital de giro e a necessidade de capital das empresas educacionais privadas. A gestão eficiente do capital de giro é essencial para a operação contínua e para enfrentar as variações sazonais no fluxo de caixa, enquanto a necessidade de capital é um indicador crítico do potencial de crescimento e expansão das empresas.

Entre os anos de 2017 e 2022, as matrículas em instituições de ensino brasileiras, tanto privadas quanto públicas, apresentaram variações significativas, refletindo mudanças no cenário educacional do país

Em 2017, o número de matrículas em instituições privadas de ensino presencial foi de 4.649.897. Observou-se uma redução gradual nos anos seguintes, chegando a 4.489.690, em 2018, 4.231.071, em 2019, e 3.775.571, em 2020. Em 2021, houve uma diminuição mais acentuada para 3.363.744, e a tendência de queda continuou em 2022 com 3.218.403 matrículas.

Gráfico 25 - Matrículas em cursos de graduação presenciais e EAD



Fonte: adaptado pelo autor de Censo da educação de 2022 (2023)

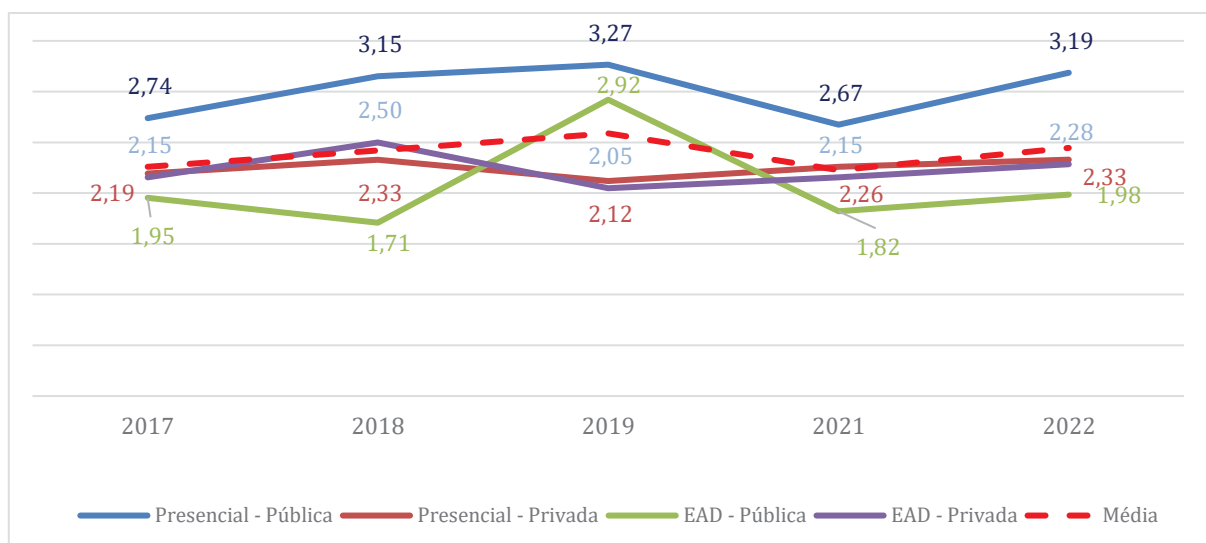
Mas o ensino a distância no setor privado mostrou uma tendência oposta, com um aumento significativo ao longo dos anos. As matrículas cresceram de 1.591.410, em 2017 para 1.883.584, em 2018, e continuaram subindo para 2.292.607, em 2019 e 2.948.431, em 2020, taxas de crescimento acima de 10% ao ano. Em 2021, o número de matrículas alcançou 3.544.149 e em 2022, chegou a 4.148.677, evidenciando a crescente popularidade e aceitação dessa modalidade de ensino.

As matrículas no ensino presencial público mantiveram-se relativamente estáveis, começando com 1.879.784, em 2017. Houve um pequeno aumento para 1.904.554, em 2018, seguido por 1.922.489, em 2019. No entanto, em 2020, observou-se uma leve queda para 1.798.980. Em 2021, o número de matrículas voltou a subir ligeiramente para 1.906.440, mas apresentou uma pequena diminuição, em 2022, com 1.894.260 matrículas.

Finalmente, o ensino a distância público teve um crescimento moderado ao longo dos anos. Iniciou com 165.572 matrículas, em 2017 e aumentou para 172.927, em 2018. Em 2019, houve uma leve queda para 157.657, mantendo-se praticamente estável, em 2020, com 157.372 matrículas. Nos anos subsequentes, os números voltaram a subir, registrando 172.221 matrículas, em 2021 e 182.257, em 2022.

O período de 2017 a 2022 foi marcado por mudanças notáveis no panorama educacional brasileiro, com um crescimento expressivo no ensino a distância, especialmente no setor privado, e uma redução constante nas matrículas presenciais. As instituições públicas, por outro lado, mantiveram uma estabilidade relativa nas matrículas, tanto presenciais quanto a distância.

Gráfico 26 - Conceito ENADE por modalidade e tipo de instituição



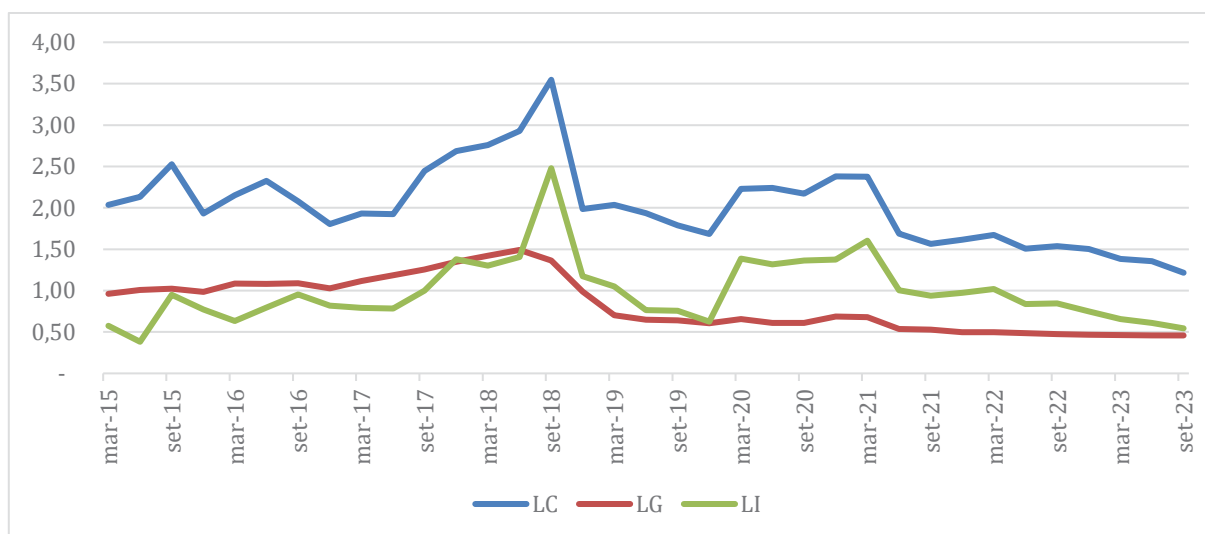
Fonte: adaptado pelo autor de Conceito Enade compilado, (2023)

Ao longo dos anos, o Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (ENADE) tem sido uma métrica para avaliar o desempenho da educação superior no Brasil, abrangendo tanto instituições públicas quanto privadas e modalidades presenciais e a distância.

Inicialmente, destacam-se as diferenças de performance entre as modalidades de ensino. A educação presencial, tanto em instituições públicas quanto privadas, geralmente apresenta pontuações mais elevadas em comparação com suas contrapartes a distância. Isso sugere que o formato presencial oferece vantagens no que diz respeito ao aprendizado e à preparação dos estudantes para o ENADE.

Ao analisar as instituições públicas, tanto presenciais quanto a distância, nota-se que elas tendem a apresentar pontuações mais altas do que suas contrapartes privadas. Isso pode ser atribuído a uma variedade de fatores como: recursos financeiros disponíveis, qualificação do corpo docente, infraestrutura educacional ou vestibular mais acirrado.

Gráfico 27 - Índices de Liquidez Médios



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Entre março de 2015 e dezembro de 2017, a liquidez corrente variou significativamente, começando em 2,03, em março de 2015, alcançando 2,68, em dezembro de 2017 e atingindo um pico de 2,93, em junho de 2018. A liquidez geral também mostrou um aumento geral, iniciando em 0,96, em março de 2015, subindo para 1,35, em dezembro de 2017 e chegando a 1,49, em junho de 2018. A liquidez imediata apresentou grande variabilidade, começando em 0,57, em março de 2015, atingindo um pico de 1,38, em dezembro de 2017 e estabilizando em torno de 1,41, em junho de 2018.

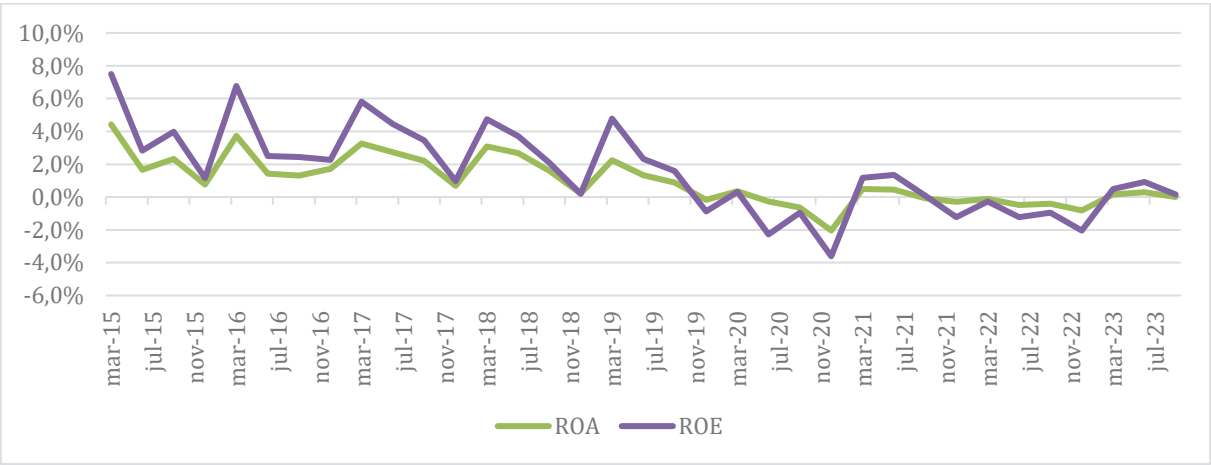
Entre março de 2018 e dezembro de 2020, a liquidez corrente teve uma alta significativa, atingindo um pico de 3,55, em setembro de 2018, seguida por uma queda para 1,69, em dezembro de 2019 e um índice de 2,38, em dezembro de 2020. A liquidez geral diminuiu durante esse período, caindo de 1,49, em junho de 2018 para 0,61, em dezembro de 2020, refletindo uma queda na capacidade de pagamento de médio e longo prazo. A liquidez imediata também variou, com um pico de 2,48, em setembro de 2018, caindo para 0,62, em dezembro de 2019 e subindo novamente para 1,37, em dezembro de 2020.

Entre março de 2021 e setembro de 2023, a liquidez corrente apresentou uma tendência de declínio, com o índice caindo de 2,38, em março de 2021 para 1,22, em setembro de 2023, mostrando uma redução na capacidade de pagar dívidas de curto prazo. A liquidez geral também seguiu essa tendência de queda, diminuindo de 0,68, em março de 2021 para 0,46, em setembro de 2023, indicando uma diminuição na capacidade de pagamento total. A liquidez imediata, por sua vez, também se reduziu, passando de 1,60, em março de 2021 para 0,54, em

setembro de 2023, refletindo a menor disponibilidade de ativos líquidos para cobrir passivos de curto prazo.

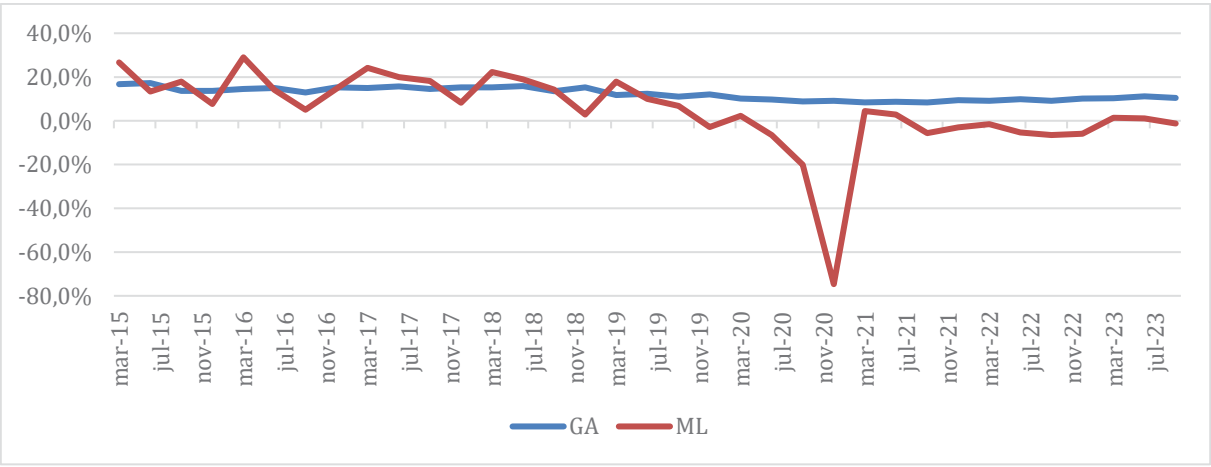
A análise dos indicadores de liquidez médios do setor educacional privado ao longo dos períodos de três anos mostra uma tendência geral de aumento na liquidez corrente até 2018, seguida de uma queda constante até 2023. A liquidez geral e a imediata apresentaram picos em 2018 e depois diminuíram gradualmente. Estes dados sugerem que as empresas enfrentaram desafios crescentes na manutenção de sua capacidade de pagamento de curto, médio e longo prazo, especialmente após 2018.

Gráfico 28 - Índices de rentabilidade Médios



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Gráfico 29 - Índices de rentabilidade Médios (Cont.)



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Durante o período de 2015 a 2016, o setor educacional privado brasileiro listado na bolsa de valores experimentou diversas flutuações nos seus índices econômico-financeiros. O giro do ativo sofreu uma leve queda, iniciando em 16,7%, em março de 2015 e diminuindo para 12,9%, em setembro de 2016, antes de subir ligeiramente para 15,3%, em dezembro de 2016. A margem líquida apresentou variações significativas, começando em 26,7%, em março de 2015, caindo para 5,1%, em setembro de 2016 e subindo novamente para 14,7%, em dezembro de 2016. A rentabilidade do ativo foi geralmente baixa, iniciando em 4,4%, em março de 2015, diminuindo para 1,3%, em setembro de 2016 e depois aumentando para 1,7%, em dezembro de 2016. A rentabilidade do patrimônio líquido variou consideravelmente, começando em 7,5%, em março de 2015, caindo para 2,4%, em setembro de 2016 e subindo ligeiramente para 2,3%, em dezembro de 2016.

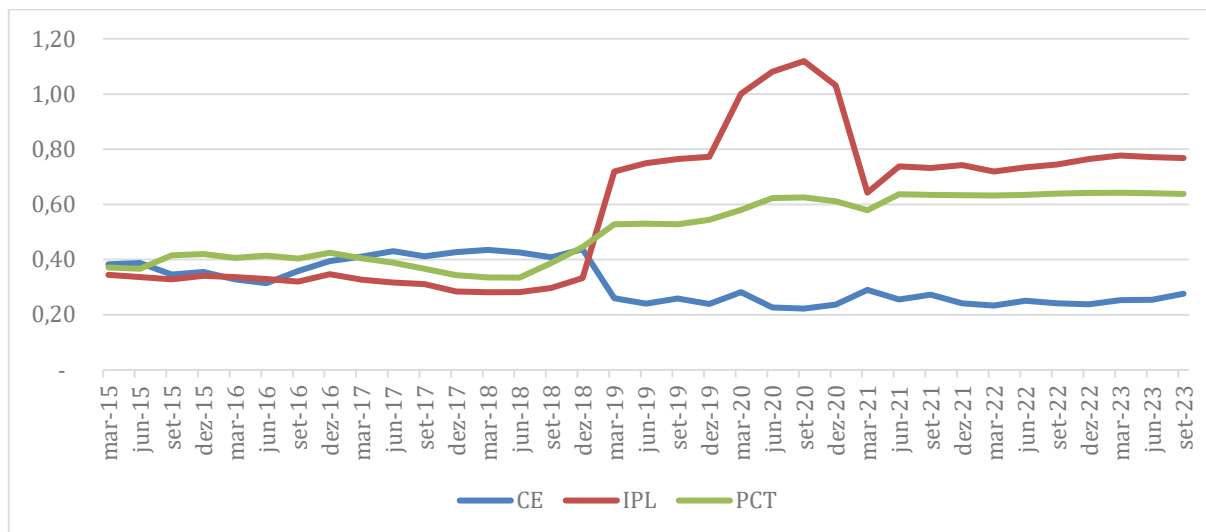
De 2017 a 2018, o giro do ativo manteve-se relativamente estável, variando entre 14,9% e 15,8%, mas caiu para 13,5%, em setembro de 2018. A margem líquida flutuou significativamente, iniciando em 24,1%, em março de 2017, subindo para 19,9%, em junho de 2017 e então caindo para 14,3%, em setembro de 2018. A rentabilidade do ativo também variou, oscilando entre 3,2% e 0,2%, refletindo uma queda na performance financeira. A rentabilidade do patrimônio líquido, por sua vez, mostrou uma tendência de deterioração, caindo de 5,8%, em março de 2017 para apenas 0,2%, em dezembro de 2018.

Durante o período de 2019 a 2020, o giro do ativo continuou a cair, começando em 11,8%, em março de 2019 e reduzindo-se para 8,8%, em setembro de 2020. A margem líquida apresentou uma tendência decrescente acentuada, iniciando em 17,8%, em março de 2019 e caindo drasticamente para -74,7%, em março de 2020. A rentabilidade do ativo também diminuiu, passando de 2,2%, em março de 2019 para -2,0%, em dezembro de 2020. Da mesma forma, a rentabilidade do patrimônio líquido caiu significativamente de 4,8%, em março de 2019 para -3,6%, em dezembro de 2020.

Já durante o período de 2021 a 2022, houve uma estabilização nos indicadores, com o giro do ativo oscilando entre 8,4% e 9,9%, indicando uma leve recuperação, enquanto a margem líquida iniciou sua trajetória de melhoria, saindo de -5,7%, em setembro de 2021 para -1,2%, em dezembro de 2022. A rentabilidade do ativo permaneceu em patamares baixos, variando entre -0,1% e 0,3%, ao passo que a rentabilidade do patrimônio líquido apresentou uma ligeira recuperação, variando entre -1,2% e 0,5%. No ano seguinte, em 2023, observou-se uma melhoria geral nos indicadores, com o giro do ativo mostrando recuperação, a margem líquida mantendo-se estável em torno de 1,2%, em junho, antes de cair para -1,2%, em setembro,

enquanto a rentabilidade do ativo permaneceu entre 0,0% e 0,3%, e a rentabilidade do patrimônio líquido variou ligeiramente, mantendo-se entre 0,5% e 0,9%.

Gráfico 30 - Índices de endividamento médios



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

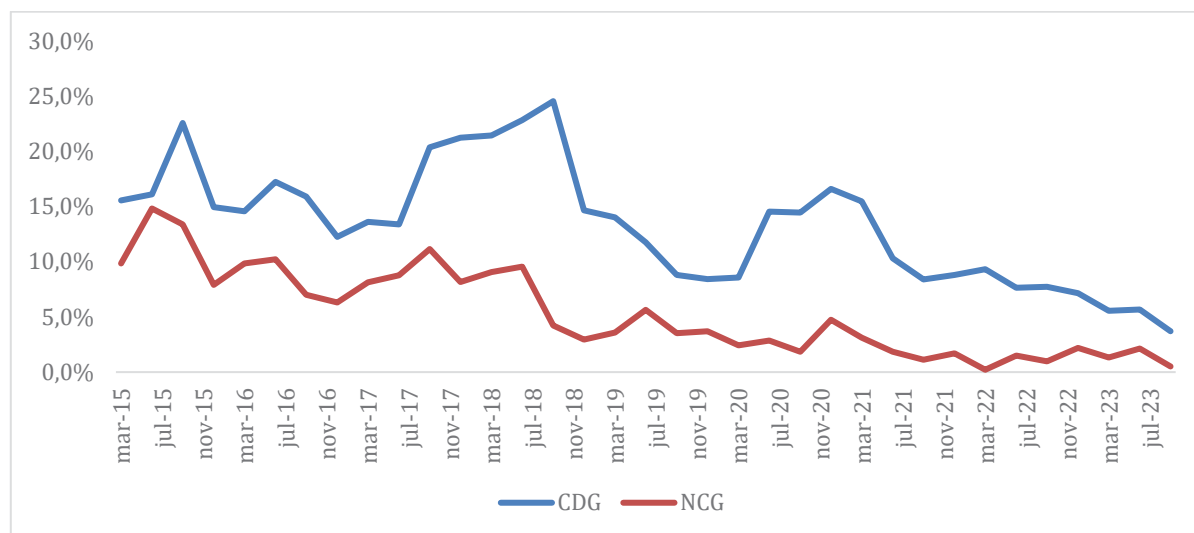
Entre março de 2015 e dezembro de 2017, a participação de capitais de terceiros no setor educacional privado manteve-se relativamente estável, começando em 0,38, em março de 2015, subindo para 0,43, em junho de 2017 e encerrando em 0,43, em dezembro de 2017. A imobilização do patrimônio líquido apresentou uma leve variação, iniciando em 0,34, em março de 2015 e caindo para 0,28, em dezembro de 2017. O índice de endividamento geral mostrou uma leve tendência de queda, passando de 0,37, em março de 2015 para 0,34, em dezembro de 2017.

Entre março de 2018 e dezembro de 2020, a participação de capitais de terceiros no setor educacional privado apresentou uma redução significativa, começando em 0,44, em março de 2018 e caindo para 0,22, em setembro de 2020, antes de subir ligeiramente para 0,24, em dezembro de 2020. A imobilização do patrimônio líquido aumentou substancialmente de 0,28, em março de 2018 para um pico de 1,12, em setembro de 2020, antes de cair para 1,03, em dezembro de 2020. O índice de endividamento geral subiu de 0,34, em março de 2018 para 0,63, em dezembro de 2020, refletindo um aumento no nível de endividamento.

Entre março de 2021 e setembro de 2023, a participação de capitais de terceiros no setor educacional privado manteve-se relativamente estável, começando em 0,29, em março de 2021, variando levemente, atingindo 0,25, em dezembro de 2022 e voltando a 0,28, em setembro de 2023. A imobilização do patrimônio líquido permaneceu estável, com pequenas flutuações,

mantendo-se em torno de 0,72 a 0,78, ao longo do período. O índice de endividamento geral também permaneceu constante, com pequenas variações, mantendo-se em 0,64 durante todo o período de março de 2021 a setembro de 2023, indicando um nível de endividamento estável.

Gráfico 31 - Evolução do CDG e NCD em % sobre o ativo total



Fonte: elaborado pelo autor (2024)

Durante o período de março de 2015 a dezembro de 2017, o Capital de Giro (CDG) das empresas educacionais privadas brasileiras apresentou variações significativas, oscilando entre 15,6% e 21,2%. Percebe-se picos notáveis, em setembro de 2015, com um valor de 22,6%, e em setembro de 2017, com 20,4%. Por outro lado, a Necessidade de Capital de Giro (NCG) variou entre 7,9% e 14,8%, atingindo seu maior valor, em junho de 2015 e o menor em dezembro de 2015. O saldo em tesouraria, que representa a diferença entre CDG e NCG, também flutuou, alcançando um ponto alto de 9,2%, em setembro de 2015 e um ponto baixo de 7,1%, em dezembro de 2015.

De março de 2018 a dezembro de 2020, o CDG iniciou em 21,5% e caiu para 16,6% no final do período, com um pico, em setembro de 2018, quando atingiu 24,6%, e um ponto baixo, em dezembro de 2018, com 14,7%. A NCG, por sua vez, começou em 9,1%, em março de 2018 e apresentou uma tendência de queda, alcançando 4,7%, em dezembro de 2020. O saldo em tesouraria variou consideravelmente, registrando o valor mais alto de 20,4%, em setembro de 2018 e o mais baixo de 11,7%, em junho de 2020.

Entre março de 2021 e setembro de 2023, o CDG iniciou em 15,5% e diminuiu progressivamente para 3,7%, em setembro de 2023. A NCG começou em 3,1%, em março de 2021 e teve uma leve alta até 0,5%, em setembro de 2023, com o valor mais baixo registrado,

em março de 2022, de 0,2%. O saldo em tesouraria declinou de 12,4%, em março de 2021 para 3,2%, em setembro de 2023, indicando uma redução na liquidez das empresas.

Esses dados refletem uma tendência de redução contínua no capital de giro e no saldo de tesouraria das empresas educacionais do setor privado brasileiro ao longo dos anos, sugerindo desafios crescentes na gestão financeira e na manutenção da liquidez.

5.1 INDICADORES ANTES E APÓS 2017

O Decreto de 2017 flexibilizou fortemente a abertura de polos e a oferta de cursos EAD. Isso pode ter permitido um rápido crescimento das matrículas, redução de custos com infraestrutura física e possibilidade de escalar o modelo de negócios. Com a impulsão no crescimento das receitas, refletido até 2018, que foi acompanhado por maior investimento.

No entanto, Crescimento nem sempre sustentável, com empresas sacrificando preço para ganhar participação de mercado, resultou em queda nas margens e rentabilidade. Além disso, o endividamento de longo prazo cresceu para financiar a expansão e operação, gerando riscos de liquidez.

Abaixo, segue análise comparando os indicadores em blocos de datas, antes e após 2017:

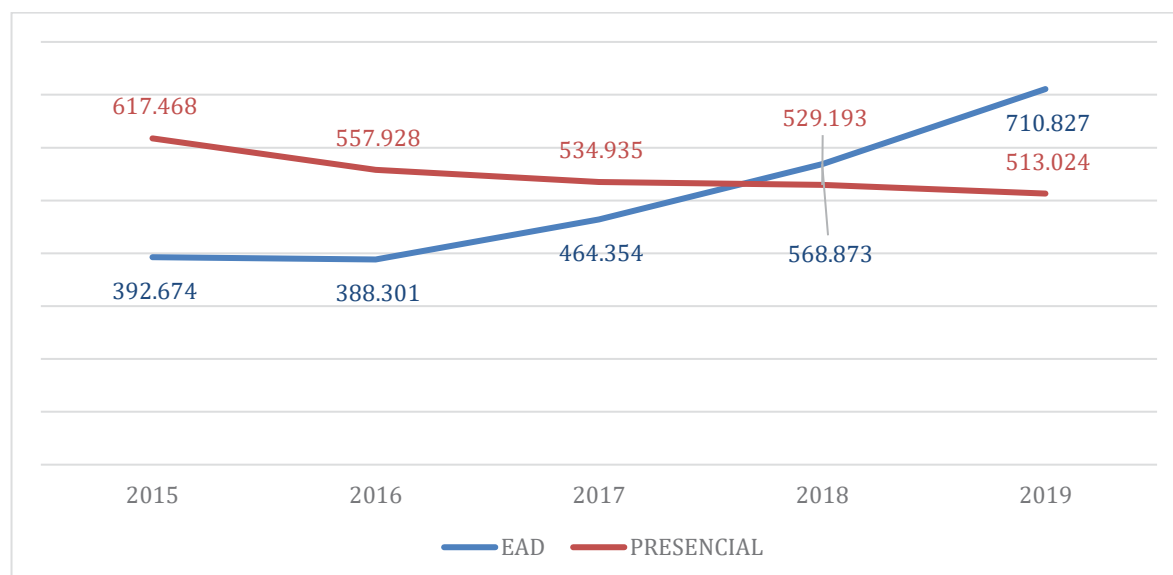
Tabela 8 – Índices de endividamento, liquidez e rentabilidade – recorte temporal:

Indicador	Pré-Decreto (2015-2016)	Pós-Decreto (2018-2019)	Evolução
Parti. de Capitais de 3º	Estável e baixa (0,31 a 0,39)	Redução forte em 2019 (0,24 a 0,26)	As empresas mantiveram uma estrutura conservadora até 2016. Após 2018, há redução na dependência de capital de terceiros. Isso pode indicar aumentos de capital
Imobilização do PL	Estável e baixa (0,32 a 0,35)	Aumento expressivo (0,72 a 0,77)	Aumento da imobilização após 2019 sugere elevação dos ativos permanentes, que pode estar ligada à expansão da infraestrutura digital, plataformas EAD, polos de apoio presencial e tecnologia.
Endiv. Geral	Levemente crescente (0,37 a 0,42)	Aumento após 2018 (0,45 a 0,54)	Apesar da redução da dependência de passivos de curto prazo (CE), o endividamento geral cresce, indicando maior dependência de passivos de longo prazo, possivelmente para financiar a expansão do EAD.
Liquidez Corrente	Boa e estável (1,93 a 2,32)	Leve queda (1,69 em dez-19)	Apesar de boa, a liquidez corrente cai no pós-decreto, provavelmente pela expansão agressiva do EAD e necessidade de investimento operacional.
Liquidez Geral	Estável (0,98 a 1,09)	Piora significativa (0,60 em dez-19)	A liquidez geral deteriora-se claramente, indicando dificuldades para honrar obrigações de longo prazo
Liquidez Imediata	Oscilante, mas razoável (0,57 a 0,95)	Forte queda após 2019 (0,62)	Mostra redução no caixa disponível, provavelmente para absorver custos de estrutura com margens mais achatadas.
Giro do Ativo	Estável (13,7% a 17,2%)	Leve queda (11,1% a 12,4%)	O giro cai, sugerindo que os ativos cresceram proporcionalmente mais que as receitas — reflexo da abertura de polos e investimentos no digital.
Margem Líquida	Muito volátil (7,7% a 29%)	Deterioração (2,9% em dez-18 e até -2,9%)	A margem despenca no pós-decreto, sugerindo aumento dos custos operacionais, descontos agressivos, e possível canibalização de preços no EAD.
ROE e ROA	Baixo, porém positivo (1,1% a 7,5%)	Queda, até a -0,9%	A rentabilidade para os acionistas desaparece, o que é grave, possivelmente pela combinação de maior concorrência, aumento de inadimplência e redução das margens.

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Entre 2015 e 2019, a evolução das matrículas no ensino superior brasileiro revela um efeito tesoura entre as modalidades. As matrículas presenciais caíram de 617.468, em 2015 para 513.024, em 2019, representando uma retração de aproximadamente 17%. Já a modalidade EAD cresceu de forma acelerada, passando de 392.674 para 710.827 matrículas — um aumento de mais de 80%, no período. Este aumento coincidiu com o Decreto 9.057/2017, que flexibilizou a regulação da EAD, permitindo maior capilaridade e expansão das ofertas por parte das instituições privadas. O período marca, portanto, uma transição em que a EAD começa a assumir protagonismo na dinâmica de crescimento do setor.

Gráfico 32 - Evolução das matrículas de EAD e Presencial 2017 a 2019



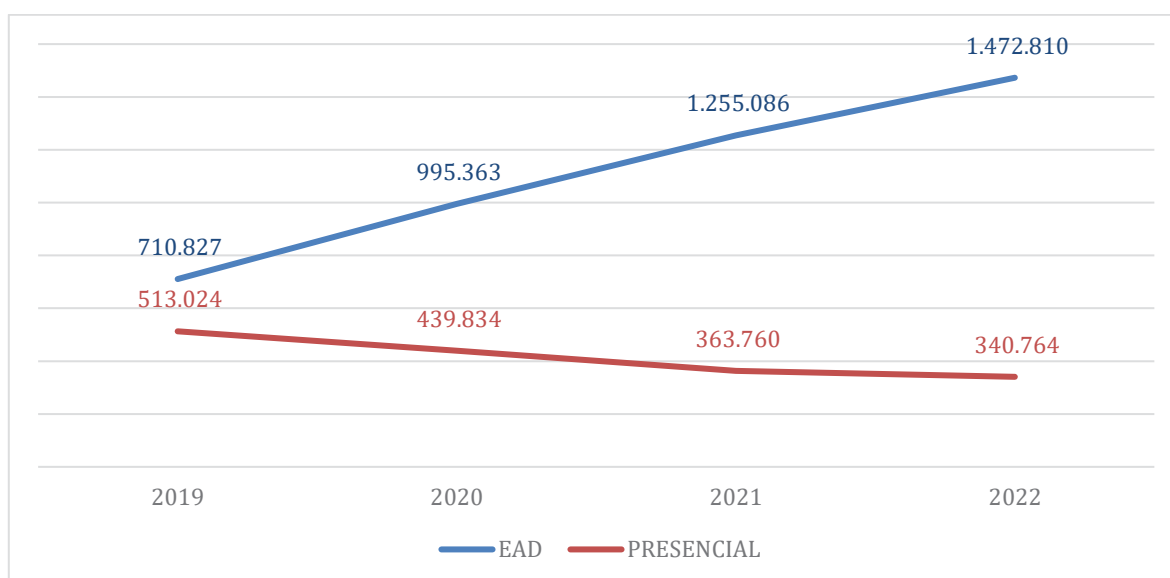
Fonte: elaborado pelo autor (2025)

O Decreto 9.057/2017 foi um marco regulatório que impulsionou transformações na estratégia e estrutura financeira. O crescimento acelerado das matrículas em cursos EAD entre 2017 e 2019 ampliou as receitas no curto prazo, mas também impôs novos desafios. A expansão foi acompanhada por aumento do endividamento de longo prazo, maior imobilização do patrimônio e deterioração dos indicadores de liquidez e rentabilidade, isso pode ter ocorrido como consequência pelo fato de cursos EAD possuírem menor margem e maior concorrência. Assim, o período pós-decreto demonstra uma fase de transição: embora tenha promovido escala e acesso, também trouxe sinais de alerta sobre os limites do modelo de expansão baseado em EAD.

5.2 EFEITOS DA PANDEMIA

A pandemia de COVID-19 transformou, temporariamente, o setor de ensino superior, em escala global, impactando suas dinâmicas acadêmicas, financeiras e operacionais. Instituições de ensino foram forçadas a uma transição emergencial para o EAD. No caso brasileiro, tais impactos foram potencializados por fatores exógenos já presentes, como a instabilidade econômica, a retração de políticas públicas de financiamento estudantil (como o FIES e o ProUni) e o avanço de processos regulatórios que ampliaram a oferta de educação a distância (EAD).

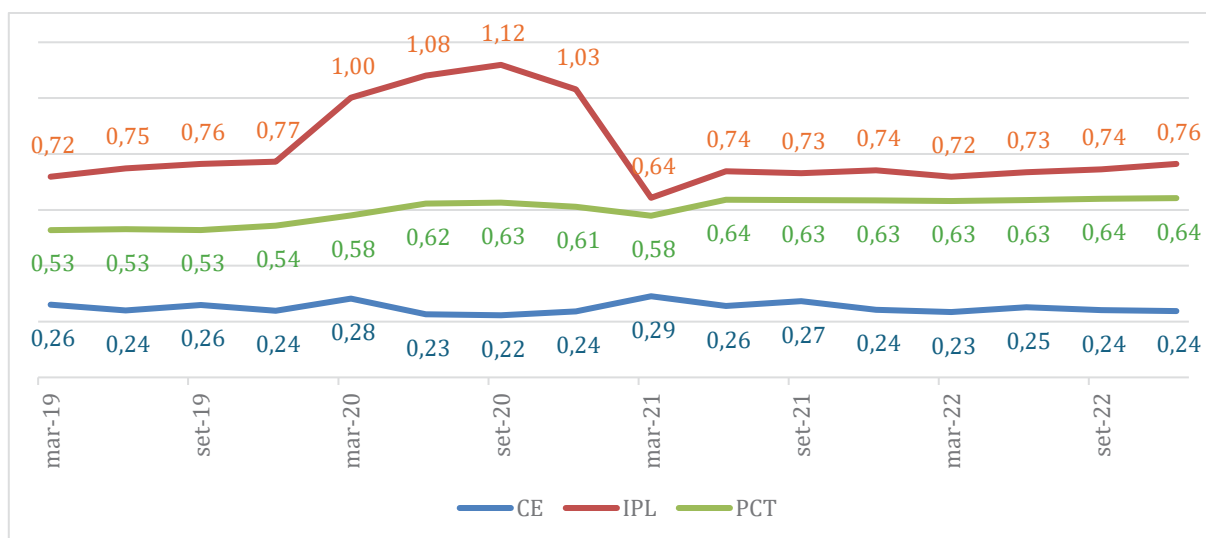
Gráfico 33 - Evolução das matrículas de EAD e Presencial 2019 a 2022



Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Entre 2019 e 2022, observa-se uma forte mudança no perfil das matrículas no ensino superior, com queda no presencial e crescimento no EAD. As matrículas presenciais recuaram cerca de 33%, refletindo os impactos da pandemia, a EAD mais que dobrou no mesmo período.

Gráfico 34 – Indicadores de endividamento 2019 a 2022

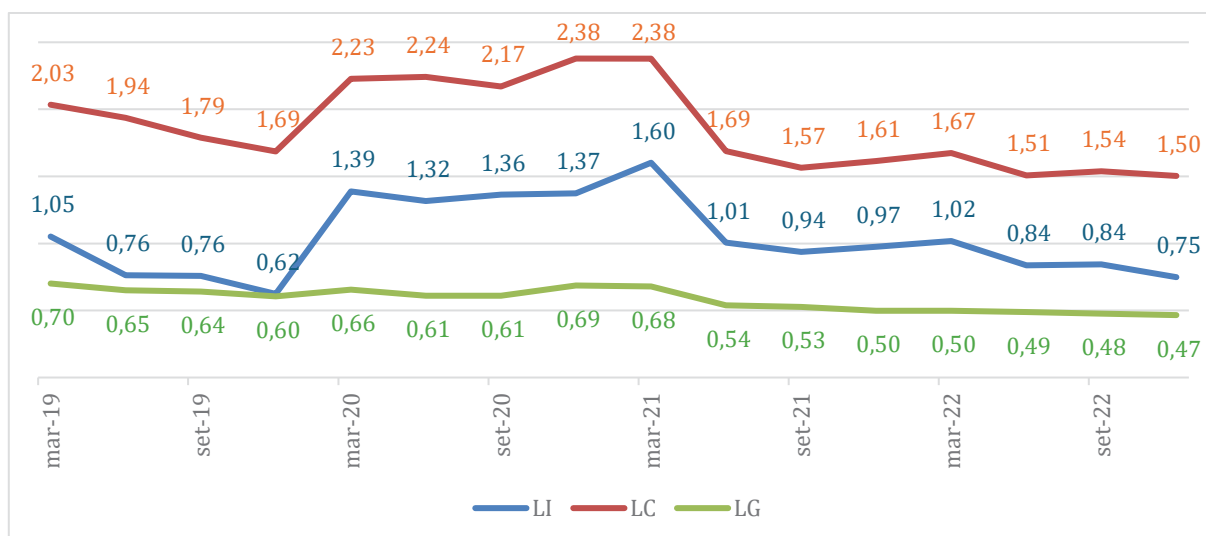


Fonte: elaborado pelo autor (2025)

A participação de capitais de terceiros manteve-se relativamente estável, oscilando entre 0,22 e 0,29, o que indica um controle dos recursos de terceiros no curto prazo. Por sua vez, a imobilização do patrimônio líquido sofreu forte elevação a partir de 2020, ultrapassando a marca de 1,0, entre junho e setembro daquele ano, o que sugere que os ativos permanentes passaram a representar parcela significativa do capital próprio. Paralelamente, o endividamento geral apresentou uma elevação progressiva, saindo de 0,53, em 2019 para cerca de 0,64, em 2022, evidenciando uma maior exposição ao passivo e possível pressão sobre a estrutura de capital da empresa. Dessa forma, as empresas podem ter conseguido alongar os financiamentos de longo prazo em decorrência das medidas sanitárias.

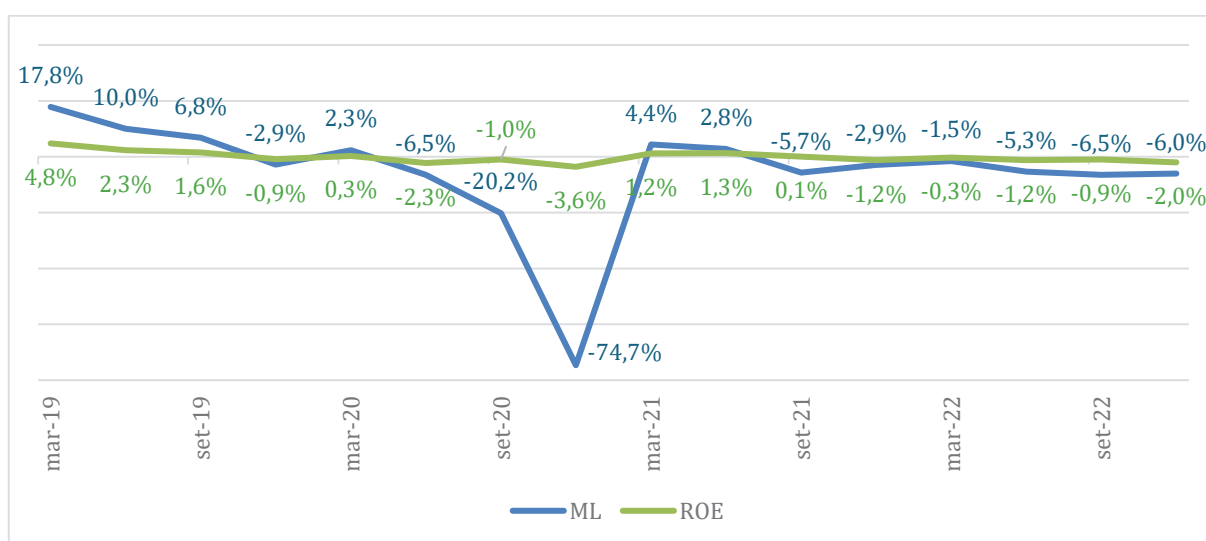
A liquidez corrente, embora tenha registrado níveis elevados superiores a 2,0 até o início de 2021, passou a declinar a partir de então, encerrando 2022 em torno de 1,50. A liquidez geral, que agrega também ativos de longo prazo realizáveis, caiu significativamente de 0,70, em março de 2019 para apenas 0,47, em dezembro de 2022, sinalizando maior dificuldade em cobrir o passivo total. Já a liquidez imediata apresentou grande oscilação, alcançando um pico de 1,60, em março de 2021, mas terminando o período em apenas 0,75. Essa queda pode indicar redução do caixa disponível e maior fragilidade diante de obrigações de curto prazo.

Gráfico 35 – Indicadores de liquidez 2019 a 2022



Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Gráfico 36 – Indicadores de rentabilidade 2019 a 2022



Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Os indicadores de rentabilidade refletiram uma piora na lucratividade. A margem líquida que era de 17,8%, em março de 2019, com resultados fortemente negativos em quase todos os trimestres após 2019, chegando a -74,7%, no fim de 2020 e permanecendo abaixo de zero até o final de 2022. De forma similar, a rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) caiu de 4,8% para -2,0% no mesmo intervalo, apontando para a redução da capacidade da empresa em gerar valor para seus acionistas.

Em resumo, a pandemia de COVID-19 acelerou as transformações já em curso no ensino superior brasileiro. Do ponto de vista financeiro, as instituições enfrentaram desafios

significativos: aumento do endividamento, queda da liquidez e deterioração da rentabilidade. A expansão da EAD, embora tenha contribuído para o crescimento das matrículas não foi suficiente para conter a queda na lucratividade no curto prazo.

5.3 TESTE DE ROBUSTEZ (TESTE DE DIFERENÇAS)

No contexto desta pesquisa, o teste de diferenças foi empregado como uma checagem de robustez, uma vez que o objetivo central da dissertação é de natureza descritiva. Sua aplicação, entretanto, contribui para identificar se as alterações observadas em variáveis-chave do ensino superior privado, quando comparados os períodos anterior e posterior ao Decreto n.º 9.057/2017 e pandemia. Para isso, foram aplicados testes de diferença de médias nas variáveis: endividamento geral, liquidez corrente, margem líquida, retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

Inicialmente, foi realizada a comparação entre os períodos pré e pós decreto de 2017:

Tabela 9 – Resultado diferença de médias pré-2017 e pós-2017:

Variável	Média Pré 2017Q2	Média Pós 2017Q2	T (Pré/Pós 2017Q2)	p-valor	Significância
Endividamento geral	0,40	0,41	-0,18	0,8617	
Liquidez corrente	2,10	2,47	-1,79	0,0828	+
Margem líquida	0,17	0,15	1,00	0,3240	
ROA	0,02	0,02	1,01	0,3207	
ROE	0,04	0,03	1,25	0,2198	

Notas: + p < 0,10; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001

Fonte: Elaboração do autor (2025)

Observa-se que o endividamento geral não apresentou diferença estatisticamente significativa ($T = -0,18$; $p = 0,8617$), revelando estabilidade da estrutura de capital das instituições no período. A liquidez corrente demonstrou significância marginal, inferior a 10% ($T = -1,79$; $p = 0,0828$), o que pode indicar tendência de alteração, ainda que não conclusiva.

Já a margem líquida, o ROA e o ROE não apresentaram mudanças relevantes do ponto de vista estatístico ($p > 0,10$). Esses resultados sugerem que o decreto, embora tenha amplificado o apelo do EAD, não produziu efeitos imediatos significativos sobre os indicadores financeiros analisados.

Em seguida, avaliou-se a comparação entre os períodos pré-pandemia e pós-pandemia:

Tabela 10 – Resultado diferença de médias pré-pandemia e pós-pandemia:

Variável	Média Pré- pandemia	Média Pós- pandemia	T (Pré/Pós Pandemia)	p-valor	Significância
Endividamento geral	0,43	0,60	-9,51	0,0000	***
Liquidez corrente	2,30	1,74	3,16	0,0025	**
Margem líquida	0,13	-0,11	2,95	0,0046	**
ROA	0,02	-0,00	5,28	0,0000	***
ROE	0,03	-0,01	4,59	0,0000	***

Notas: + $p < 0,10$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Fonte: Elaboração do autor (2025)

Os resultados indicam que a pandemia exerceu forte impacto sobre os indicadores financeiros. O endividamento geral aumentou de forma significativa ($T = -9,51$; $p < 0,001$), o que sugere maior necessidade de captação de recursos para enfrentar a redução de rentabilidade. A liquidez corrente também apresentou diferença estatisticamente significativa ($T = 3,16$; $p = 0,0025$), refletindo queda na capacidade de honrar obrigações de curto prazo.

Quanto à margem líquida, houve alteração significativa no período pós-pandemia ($T = 2,95$; $p = 0,0046$), indicando deterioração da rentabilidade. Os indicadores de ROA e ROE também foram afetados, com mudanças significativas (ROA: $T = 5,28$; $p < 0,001$; ROE: $T = 4,59$; $p < 0,001$). Isso sugere redução no retorno ao acionista em decorrência da crise sanitária.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise detalhada dos principais aspectos que influenciaram o desempenho financeiro das empresas do setor educacional privado brasileiro listadas na bolsa de valores demonstrou pontos importantes sobre a sustentabilidade e o crescimento dessas instituições.

Primeiramente, observou-se uma significativa mudança nas matrículas em cursos de graduação entre 2017 e 2022. Enquanto o ensino presencial privado sofreu uma queda contínua no número de matrículas, o ensino a distância (EAD) apresentou um crescimento expressivo, evidenciando uma mudança de preferência dos estudantes por modalidades mais flexíveis e acessíveis. Com isso, surge a necessidade de adaptação das instituições educacionais às novas demandas do mercado.

O indicador de desempenho dos alunos, medida pelo conceito ENADE, mostrou que as instituições públicas, tanto no ensino presencial quanto no EAD, obtiveram resultados superiores em comparação com as privadas. Este fator é um indicativo da necessidade de investimentos contínuos em infraestrutura, corpo docente e métodos pedagógicos para melhorar a reputação e a atratividade das instituições privadas.

Os indicadores financeiros analisados, incluindo liquidez, rentabilidade e endividamento, apresentaram variações significativas ao longo dos anos. Notou-se uma tendência de queda na liquidez após 2018, indicando desafios crescentes na capacidade de pagamento de curto prazo das empresas. A rentabilidade também sofreu flutuações, com períodos de melhora e queda, refletindo a instabilidade econômica e os desafios operacionais enfrentados pelo setor. O aumento do endividamento geral nos últimos anos sugere desafios para manter uma gestão financeira saudável.

A evolução do capital de giro e da necessidade de capital das empresas educacionais privadas destacou uma tendência de redução contínua, sinalizando dificuldades na manutenção da liquidez e na gestão eficiente dos recursos financeiros. Essa situação exige estratégias de gestão de caixa para garantir a operação contínua das instituições.

Conclui-se que o setor educacional privado brasileiro enfrenta desafios significativos, com mudanças estruturais e de hábitos dos egressos. As instituições que conseguirem se adaptar às novas tendências de ensino terão maiores chances de prosperar neste cenário competitivo e desafiador.

6.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Diante dos resultados obtidos na análise do desempenho das empresas do setor educacional privado brasileiro, algumas recomendações para trabalhos futuros podem ser formuladas com o intuito de aprofundar o entendimento e contribuir para o desenvolvimento do setor. Uma área promissora para futuras pesquisas é o impacto das novas tecnologias educacionais na retenção e na eficiência operacional das instituições. Investigações focadas em tecnologias, inteligência artificial, aprendizado adaptativo e plataformas digitais.

Além disso, com a crescente popularidade do ensino a distância, é fundamental investigar a eficácia dos modelos de ensino híbrido, que combinam aulas presenciais e EAD. Estudos que analisam métricas de desempenho acadêmico, satisfação dos estudantes e eficiência operacional podem revelar como equilibrar os benefícios de ambos os formatos, otimizando o processo de aprendizagem.

Outro aspecto relevante é a correlação entre a qualidade do ensino, medida por indicadores como o conceito ENADE e a empregabilidade dos graduados. Entender como a testes padronizados impactam a inserção no mercado de trabalho pode auxiliar as instituições a alinharem seus currículos e métodos de ensino às demandas do mercado, aumentando a competitividade de seus egressos.

Essas recomendações visam proporcionar uma base sólida para estudos futuros que não apenas aprofundem o entendimento atual do setor educacional privado brasileiro, mas também forneçam diretrizes práticas para a melhoria contínua das instituições e a maximização de suas oportunidades de crescimento.

REFERÊNCIAS

Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). **Determinants of capital structure**. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133. doi:10.1108/03074351111103668

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BALL, S.J. (2012). **Global Education Inc.: New Policy Networks and the Neoliberal Imaginary (1st ed.)**. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203803301>

BARBOSA, Mayara Bezerra. **Natureza dos resultados abrangentes determinantes das mudanças em índices de análise econômico-financeira nas demonstrações contábeis**. 2014. 76 f., il. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) — Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2014.

BARNEY, J. **Firm resources and sustained competitive advantage**. *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991.

BARRETO, R. C. S.; ALMEIDA, E. S.; **A contribuição do capital humano para crescimento econômico e convergência espacial do PIB per capita no Ceará**. IV Encontro – Economia do Ceará em Debate, 2008, http://www2.ipece.ce.gov.br/encontro/artigos_2008/1.pdf.

BEHAR, P. A. (Org.). **Modelos pedagógicos em educação a distância**. Porto Alegre: Artmed Editora, 2009.

BELAOUNIA, Samia & Nguyen, Pascal & Rahman, Nahid & Zhao, Ruoyun. (2024). **Regulatory quality and corporate leverage: Evidence from a large international sample**. *Management international*. 10.59876/a-hcem-07j4

BERTOLIN, Julio Cesar G. **Os quase-mercados na educação superior: dos improváveis mercados perfeitamente competitivos à imprescindível regulação do Estado**. *Educação e Pesquisa (USP. Impresso)*, v. 37, p. 237-248, 2011.

BERTOLIN, Julio César Godoy. **Avaliação da qualidade do sistema de educação superior brasileiro em tempos de mercantilização: período 1994-2003**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BILLETT, Matthew T.; KING, Tao-Hsien Dolly; MAUER, David C. **Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants**. *the Journal of Finance*, v. 62, n. 2, p. 697-730, 2007

BITTENCOURT, Hélio Radke et al. Uma análise da relação entre os conceitos Enade e IDD. **Est. Aval. Educ.**, São Paulo, v. 19, n. 40, p. 247-262, ago. 2008. Disponível em

<http://educa.fcc.org.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-683120080002000004&lng=pt&nrm=iso>. acessos em 20 jul. 2024

BRASIL. **Decreto desburocratiza e premia instituições pela qualidade**. 2017. Disponível em: <http://portal.mec.gov.br/ultimas-noticias/212-educacao-superior-1690610854/58611-decreto-desburocratiza-e-premia-instituicoes-pela-qualidade>. Acesso em: 19 mar. 2024.

BRUNOZI, Marcelo & Gonçalves, Rosiane & Arantes, Rita & Brunozi Júnior, Antonio. (2016). **INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS E OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR DE SERVIÇOS: UMA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL**. REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL - Universidade Federal do Rio Grande do Norte - ISSN 2176-9036. 8. 110-135. 10.21680/2176-9036.2016v8n2ID7600.

CASTRO, M. H. M. **Estado e Mercado na regulação do ensino Superior**. In: Colin Brock; Simon Schwartzman. (Org.). Os Desafios da Educação no Brasil. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2005, v., p. 241-284.

Censo da Educação <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/pesquisas-estatisticas-e-indicadores/censo-da-educacao-superior>. Acesso em: 16 mar. 2024.

COASE, R. H. (1937). **The Nature of the Firm**. *Econômica*, 4(16), 386–405. doi:10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x

CONSELHO NACIONAL DE EDUCAÇÃO (CNE/MEC). **Diretrizes Curriculares Nacionais para a Educação Superior a Distância**. Brasília: MEC, 2018.

Consulta ao site de relação com investidores da Anima Educação. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/show.aspx?idCanal=NeeBu1Wsd1UIE9vJaj6abw==&lingua gem=pt>. Acesso em: 16 mar. 2024.

DE ARAUJO, Renata Mendes et al. **COVID-19, mudanças em práticas educacionais e a percepção de estresse por docentes do ensino superior no Brasil**. *Revista Brasileira de Informática na Educação*, v. 28, p. 864-891, 2020.

Decreto 9057/2017 https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Decreto/D9057.htm#art24. Acesso em: 16 mar. 2024.

DEMARCO, J. P. R.; BENDRATH, E. A. **Presencial ou EaD? O Panorama da Formação Superior em Educação Física na Região do Vale do Ivaí, Paraná**. *Caderno de Educação Física e Esporte*, Maringá, v. 21, p. 1-8, 2023.

DINIZ, Natalia. **Análise das demonstrações financeiras**. Seses, 2015.

FERREIRA, Danielle Mello; MOURÃO, Luciana. **Panorama da educação a distância no ensino superior brasileiro**. *Revista Meta: Avaliação*, v. 12, n. 34, p. 247-280, 2020.

FERREIRA, José Antonio Stark. **Controladoria: conceitos e aplicações para gestão empresarial**. São Paulo: Saint Paul, 2015.

Fundamentos de metodologia científica / Marina de Andrade Marconi, Eva Maria Lakatos. – 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2017.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GODINHO, Bruna. **Panorama do Stricto Sensu na modalidade EaD no Brasil**. Especialização em Tecnologias para Educação Profissional, IFSC, 2019

HIRTH, S., & UHRIG-HOMBURG, M. (2010). **Investment timing, liquidity, and agency costs of debt**. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 243–258.
doi:10.1016/j.jcorpfin.2010.01.002

HOSONO, K. (2003). **Growth opportunities, collateral and debt structure: the case of the Japanese machine manufacturing firms**. *Japan and the World Economy*, 15(3), 275–297.
doi:10.1016/s0922-1425(02)00027-0

<https://www.msn.com/pt-br/noticias/educacao/procura-de-curso-superior-tem-tend%C3%A2ncia-de-alta-mas-a-evas%C3%A3o-preocupa-ar-BB1mH1Mk?ocid=BingNewsSearch#> . Acesso em: 20 maio 2024.

<https://ruf.folha.uol.com.br/2024/noticias/grandes-grupos-concentram-6-em-cada-10-matriculas-no-ensino-superior-privado.shtml> Acesso em: 21/06/2025

INEP – Sobre <https://www.gov.br/inep/pt-br/aceso-a-informacao/institucional/sobre>. Acesso em: 16 mar. 2024.

INEP – Áreas de atuação <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/avaliacao-e-exames-educacionais/enade>. Acesso em: 16 mar. 2024.

LAUERMANN, G. J.; SOUZA, A. K.; MOREIRA, V. R.; SOUZA, A. **Desempenho econômico-financeiro de cooperativas: o caso do programa de monitoramento da autogestão das cooperativas agropecuárias do Paraná**. *Revista De Gestão E Organizações Cooperativas*, v. 3, n. 6, p. 59–72, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.5902/2359043224144>. (Publicado originalmente em 14 de março de 2017).

Lei de diretrizes e bases da educação (LDB), nº 9.394 de 20 de dezembro de 1996.

DE MAGALHÃES CASTRO, Maria H. Higher education policies in Brazil: A case of failure in market regulation. In: **Higher education in the BRICS countries: Investigating the pact between higher education and society**. Dordrecht: Springer Netherlands, 2015. p. 271-289.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josediton A.; MIRANDA, Gilberto J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

McCann, L., Hutchison, N., & Adair, A. (2019). **External funding of major capital projects in the UK Higher Education sector: issues of demand, supply and market timing?** *Journal of Property Research*, 36(1), 97–130. <https://doi.org/10.1080/09599916.2019.1590453>

MEC – Competências <https://www.gov.br/mec/pt-br/aceso-a-informacao/institucional/competencias>. Acesso em: 16 mar. 2024.

MERRIAM, S. B. **Qualitative research and case study applications in education**. San Francisco: Jossey-Bass, 1998.

MOROZINI, João Francisco; OLINQUEVITCH, José Leonidas; HEIN, Nelson. **Seleção de índices na análise de balanços: uma aplicação da técnica estatística ACP**. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, p. 87-99, 2006.

NAZARETH, Luiz & Prado, Eduardo & Calil, José & Machado, Maria & Padoveze, C.L. (2017). **DO CICLO MÁGICO AO CICLO TRÁGICO? ESTUDO DAS EMPRESAS DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS DA BM&FBOVESPA**. *Revista Ciências Sociais em Perspectiva*. 16. 10.5935/1981-4747.20170016.

PADOVEZE, Clóvis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.

PINDYCK, Robert S., e Daniel L. RUBINFELD. **Microeconomia**. 6. ed. Pearson Prentice-Hall, 2025.

PINTO, José Marcelino de Rezende. **O acesso à educação superior no Brasil**. *Educação & Sociedade*, v. 25, p. 727-756, 2004.

Portaria nº 2.117/ 2019 - <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-n-2.117-de-6-de-dezembro-de-2019-232670913>. Acesso em: 16 mar. 2024.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421. doi:10.2307/2329322

RAMOS, Débora Cristina da Silva; ALVES E SOUZA, Júlia; MENDONÇA, Douglas José. **Eficiência econômico-financeira de empresas de capital Aberto do setor de serviços educacionais no Brasil**. *Revista Observatório de la Economía Latinoamericana*, 2019. Disponível em: <https://www.eumed.net/rev/oel/2019/05/eficiencia-economico-financeira.html>. Acesso em: 14 mar. 2024.

REIS, Tayanne de Fátima Almeida Tabosa dos. **Financiamento estudantil nas instituições privado-mercantis de ensino superior no Brasil: o caso da Kroton Educacional** Orientadora: Vera Lúcia Jacob Chaves. 2019. 214 f. Dissertação (Mestrado em Educação) – Instituto de Ciências da Educação, Universidade Federal do Pará, Belém, 2019. Disponível em: <http://repositorio.ufpa.br/jspui/handle/2011/11881>. Acesso em: 23/06/2025

RIBEIRO, Dariane da Silva. **Panorama da indústria de chapas de madeira no Brasil: concentração de mercado e desempenho financeiro** / Dissertação (Mestrado) –

Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Economia. – Curitiba, 2022

RISTOFF, Dilvo. **O novo perfil do campus brasileiro: uma análise do perfil socioeconômico do estudante de graduação**. Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior (Campinas), v. 19, n. 3, p. 723-747, 2014.

ROSS, Stephen A. et al. **Administração financeira**. AMGH Editora, 2015.

SARAIVA, F. J.; ROSSATO, M. **Expansão da educação a distância no Brasil e os efeitos do Decreto 9.057/2017**. Revista Brasileira de Estudos Pedagógicos, v. 101, n. 258, p. 179-197, 2020

SCUDELER, M. A.; TASSONI, E. C. M. **A Educação a Distância como Estratégia de Captação de Alunos após a Redução de Oferta do Fies**. Revista da Avaliação da Educação Superior, Campinas Sorocaba, v. 28, p. 1-22, 2023.

SENKEVICS, Adriano Souza. **A expansão recente do ensino superior**. Cadernos de estudos e pesquisas em políticas educacionais, v. 3, n. 4, p. 48-48, 2021.

SILVA, André Luis Pinto da. **Uma análise do desempenho das sociedades de economia mista e empresas privadas do setor elétrico listados na B3**. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-graduação em Economia. Curitiba/PR, 2021

SILVA, Nalbert Rodrigo Ferreira; NEGRÃO, Keila Regina Mota; SABOYA, Sabrina Machado Petrola. **Análise de Indicadores Financeiros em tempos de Crise Econômica para Instituições de Ensino Superior Listadas Na Bm&fBovespa**. Revista de Administração e Contabilidade-RAC, v. 5, n. 10, p. 154-174, 2018.

SILVEIRA, H. L. **Regulação e Financiamento do Ensino Superior Privado: Teoria e prática do sistema brasileiro à luz do Direito Econômico**. 1. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. v. 1. 563p.

STAKE, R. E. **The art of case study research**. Thousand Oaks: SAGE Publications, 1995.

TASCA, Paolo and Mavrodiev, Pavlin and Schweitzer, Frank, **Quantifying the Impact of Leveraging and Diversification on Systemic Risk** (March 22, 2013). ETH Risk Center – Working Paper Series No. ETH-RC-13-003, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2376366> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2376366>

TEECE, D. J. **Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance**. Strategic Management Journal, v. 28, n. 13, p. 1319–1350, 2007.

TEECE, D. J.; PISANO, G.; SHUEN, A. **Dynamic capabilities and strategic management**. Strategic Management Journal, v. 18, n. 7, p. 509–533, 1997.

TEIXEIRA, Elenice Cacia Bittencourt; MELO, Anderson Martins de. **Índices-padrão de indicadores econômico-financeiros das empresas de capital aberto do seguimento de**

construção civil integrantes do novo mercado. In: CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 4., 2011, Florianópolis. Anais [...]. Florianópolis: UFSC, 2011.

Tipos de estrutura Fleuriet <https://modelo-fleuriet.fdc.org.br/page09.html> - Tipos de estrutura. Acesso em: 16 mar. 2024.

UDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

UNESCO. **Education: From disruption to recovery**. Paris: United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization, 2021.

VASCONCELLOS, Iraci Matos. **Educação superior no Brasil e desenvolvimento econômico: o peso do capital humano e do capital social**. 2012. 91 f. Dissertação (Mestrado em Economia Internacional; Políticas Públicas) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012

WILLIAMSON, O. E. (1981). **The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach**. American Journal of Sociology, 87(3), 548–577. doi:10.1086/227496

YIN, R. K. **Case study research: design and methods**. Thousand Oaks: SAGE Publications, 2002.

ZYLBERSZTAJN, Decio. **Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da nova economia das instituições**. 1995. Tese (Livre Docência) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995. Acesso em: 01 jul. 2024