

# XIV CONGRESO INTERNACIONAL DE COSTOS

II Congreso Colombiano de Costos y Gestión

*Los costos y la gestión en la ruta  
de la innovación y el conocimiento!*

## ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO- FINANCEIRO DE ORGANIZAÇÕES BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DE ENSINO SUPERIOR

### Autores:

Geraldo Carlos Silvestre  
Mestre em Ciências Contábeis e Atuariais  
pela PUCSP  
gbegolo@hotmail.com

Jorge Luiz Knupp Rodrigues  
Professor Doutor Pesquisador do Programa  
de Pós-Graduação da UNITAU  
jorgeknupp@gmail.com

Neusa Maria Bastos F. Santos  
Professora Doutora Pesquisadora do  
Programa de Pós-Graduação da PUCSP  
admneusa@pucsp.br

Francisco de Assis Coelho  
Membro da ABCustos, Professor Mestre da  
UNITAU  
assiscon@unitau.br

Roberto Fernandes dos Santos  
Professor Doutor Pesquisador do Programa de Pós-Graduação da PUCSP  
setrob@pucsp.br

**Medellín, Colombia, Septiembre 9, 10, 11 de 2015**

### Convocan:



FACULTAD DE  
CIENCIAS ECONÓMICAS  
DEPARTAMENTO DE  
CIENCIAS CONTABLES



## **RESUMO**

Em 2007, no Brasil, surgiram as três primeiras empresas educacionais de capital aberto, denominadas Anhanguera, Estácio e Kroton. O objetivo deste estudo foi apurar e analisar o desempenho econômico-financeiro destas Instituições de Ensino Superior (IES) com ações no mercado acionário brasileiro, no período de 2007 a 2013. Utilizou-se indicadores de: a) geração de valor mensurado pelo E.V.A.; b) capacidade de geração de caixa mensurada pelo EBITDA; e c) situação financeira avaliada pelo Método Fleuriet. Com metodologia descritiva e análise documental foram apurados, analisados e comparados os desempenhos da IES. Os resultados demonstraram que as três apresentaram situação financeira sólida, com grande divergência quando à capacidade de geração de caixa. No período estudado, apenas a Estácio gerou valor aos acionistas. Os resultados da pesquisa também revelaram que o desempenho econômico-financeiro destas IES é muito dependente das políticas governamentais de acesso e financiamento do ensino superior.

**Palavras-chave:** Desempenho econômico-financeiro. Instituições de ensino superior. EVA. EBITDA. Método Fleuriet.

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado educacional brasileiro de ensino superior deve, num olhar econômico e financeiro, ser dividido em dois períodos, um antes e outro após a Constituição Federal promulgada em 05 de outubro de 1.988. Antes a educação superior, era, de certa forma, uma exclusividade do Estado sem a permissão para exploração econômica pela iniciativa privada. No setor privado, apenas entidades sem fins lucrativos podiam atuar no ensino superior sob a justificativa de representarem uma extensão das atividades do Estado, ou seja, deveriam ter uma atuação de carácter filantrópico sem qualquer pretensão de retorno financeiro.

Essa permissão para exploração econômica modificou radicalmente o mercado educacional. Inicialmente, várias instituições de ensino superior sem fins lucrativos, especificamente as associações, modificaram sua forma societária para sociedades de responsabilidade limitada. Entretanto, as transformações mais ousadas foram as para sociedades anônimas de capital fechado e também de capital aberto, as quais tiveram que passar por um processo de adoção de boas práticas de governança corporativa, constituindo-se um decisivo desafio para o segmento mediante suas dificuldades de implementação considerando principalmente o aspecto cultural de baixo nível de transparência dos negócios.

Criou-se a partir daí um novo mercado educacional de ensino superior. E assim, na lógica de mercado, não demorou muito para que investidores fossem facilmente convencidos a aportarem maciços investimentos em território brasileiro.

As IES que abriram o capital, desde 2007, adotaram postura agressiva de aquisições. Essa atitude, de aquisições a qualquer custo, para realizar o crescimento prometido aos investidores, levanta a questão com relação à qualidade das instituições adquiridas, e as respectivas capacidades de gerar valor aos adquirentes.

Passados mais de seis anos da estreia do segmento educacional na bolsa de valores é conveniente e apropriado a realização de uma pesquisa para mensuração do desempenho econômico-financeiro das IES de capital aberto.

A medida de desempenho econômico-financeiro mais adequada é aquela capaz de demonstrar a geração de valor aos investidores, pois, seria essa a mensuração capaz de catalisar os resultados de todas as ações e decisões da empresa, ou seja, quando não ocorre

geração de valor para os investidores isso indica, em contrapartida, que a gestão não foi eficiente para este propósito e estão destruindo o valor da empresa.

O presente artigo propõe-se, mediante uma abordagem metodológica de pesquisa exploratória-descritiva, com base em fontes de dados secundários e análise documental de domínio público, realizar um estudo quanto ao desempenho econômico-financeiro das IES brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores, no período de 2007 a 2013, por meio de três dimensões interligadas e complementares, que são: geração de valor mensurada pelo EVA, a capacidade de geração de caixa mensurada pelo EBITDA e o equilíbrio financeiro avaliado pelo Método Fleuriet.

A análises dos resultados indicaram que as empresas demonstram uma situação financeira sólida, com grandes divergências quanto à geração de caixa e por fim, somente a Estácio apresentou geração de valor aos acionistas, no período de 2007 a 2013, as demais apresentaram uma situação de destruição de valor.

Ficou evidenciado também que o desempenho econômico-financeiro das IES é altamente dependente dos programas governamentais de incentivos, colocando em dúvida a capacidade de sustentabilidade das atividades dessas IES, caso os incentivos sejam reduzidos, suspensos ou descontinuados.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Avaliação de Desempenho

O desempenho de uma empresa pode ser medido e analisado de diversas formas e com a utilização de diversos métodos, índices e quocientes. Entretanto, a utilização de vários índices e medidas, ao mesmo tempo, quando não bem definidos e associados com alguma questão ou problema definido, poderão simplesmente representar volumosas informações sem propiciar uma conclusão sobre o objeto de avaliação.

Busca-se aqui trazer a fundamentação teórica visando a discutir e analisar a avaliação de desempenho em três vertentes associadas por causa e efeito, constituídas pelo desempenho econômico, capacidade de geração de caixa e situação financeira, fatores interdependentes e fundamentais para geração de valor ao acionista.

Inicialmente o acionista ou investidor garante que a empresa tenha recursos de capital para financiar suas atividades. Esse investimento é feito na perspectiva de se obter retorno pelo menos igual ao custo de oportunidade. O problema reside em como acompanhar se a empresa está seguindo na trajetória correta. A partir do investimento, a causa, o acionista espera, como efeito, receber o retorno do capital investido de acordo com as suas expectativas. Para tanto, a empresa deve ter um bom desempenho econômico para propiciar um nível adequado de geração de caixa e estar em uma boa situação financeira, gerando de fato, valor ao acionista.

#### 2.1.1 Valor Econômico Adicionado

Berk e Demarzo (2009) descrevem que o conceito de lucro econômico foi introduzido há mais de 100 anos por Alfred Marshall<sup>1</sup> e sua popularização ocorreu por conta da firma de consultoria Stern Stewart que renomeou o conceito para *Economic Value Added* (EVA). A grande ideia da consultoria surgiu ao perceber que algumas empresas ofereciam gratificações

---

<sup>1</sup>Economista e Professor da Universidade de Cambridge, autor do livro *Princípios de Economia*. MARSHALL, Alfred. *Principles of Economics*. Amherst, New York, 1997.

aos seus administradores quando eles simplesmente ganhavam dinheiro para a empresa e não levavam em consideração o custo dos recursos utilizados para obter esse dinheiro. O resgate do lucro econômico na forma de EVA surgiu para demonstrar que o lucro contábil ou o simples fato de ganhar dinheiro não significava que os administradores criaram valor.

Conforme Santos (2008), Valor Econômico Agregado (EVA®)<sup>2</sup> foi desenvolvido no início da década de 1980 pela Stern Stewart trazendo um conceito de lucro econômico. Santos (2008, p. 137) diz que “Trata-se de uma medida de desempenho que mede o valor criado por uma empresa, ou o valor adicionado ao patrimônio dos proprietários, em um único exercício”.

Na visão de Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) o EVA é considerado a principal metodologia usada para medir o desempenho e mensurar a criação de valor de empresas.

Ehrbar (1999) considera que os demonstrativos contábeis, em decorrência das normas contábeis, neste caso e à época se referindo às normas americanas, contém vários elementos de distorção e enumera 120 potenciais problemas nos princípios contábeis geralmente aceitos. Afirma que o motivo da popularidade do EVA é a facilidade da conversão das informações contábeis em realidades econômicas e que os gestores quase não conseguem compreender os demonstrativos contábeis.

Como afirmado por Ehrbar (1999) o EVA foi construído a partir do modelo econômico do valor da empresa proposto por Miller e Modigliane (1958; 1960; 1961) que introduziram a teoria básica de microeconomia aplicada às finanças corporativas. Basicamente os autores demonstraram porque o fluxo de caixa descontado (DFC) é uma medida capaz de refletir o funcionamento dos mercados, no sentido que a taxa de retorno é proporcional ao risco e o valor de mercado de uma empresa é o resultado do comportamento dos investidores que dominam o processo de expectativas estabelecendo os preços das ações.

Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) o EVA é um relançamento do lucro econômico. Stewart (1991) descreve que o EVA é o lucro da empresa após pagamento dos custos, das despesas e dos tributos necessários nas suas operações, e depois do custo do capital empregado.

Costa Guilherme, Costa Rodolfo e Alvim (2011, p. 38) explicam que “o lucro econômico é diferente do lucro contábil porque este último deixa-se de contabilizar o custo de

---

<sup>2</sup>EVA® é uma marca registrada da Stern Stewart & Co (SANTOS, 2008, p. 137).

oportunidade do capital”. Sendo o custo de oportunidade exatamente o valor do custo sobre o capital investido.

Stewart (1991) considera que o EVA é mais adequado pois além de fornecer medidas na criação de valor ainda serve como *benchmark* na mensuração de desempenho.

De maneira complementar à análise do EVA é necessária uma comparação com relação aos efeitos do desempenho da empresa com o seu valor de mercado, refletido nos preços de suas ações. Dessa forma, conforme Ehrbar (1999) o *Market Value Added* (MVA), que representa o valor de mercado agregado que é exatamente o equivalente à estimativa do mercado de capitais do valor presente líquido de uma empresa, o qual incorpora os riscos e desempenho do empreendimento. Nessa lógica, espera-se que as empresas com melhores desempenhos apresentem um MVA maior.

Assim temos que o EVA, como medida de desempenho interno, tem influência direta no MVA, o qual constitui-se em uma medida de desempenho externo.

Uma das grandes vantagens do EVA é que seu cálculo pode ser feito de forma retrospectiva com base nas informações das demonstrações contábeis, principalmente quando se tratar de companhia aberta, considerando a divulgação compulsória e o nível de transparência de suas informações.

### **2.1.2 Capacidade de Geração de Caixa**

Conforme Assaf Neto (2006) o EBITDA, sigla em inglês de *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que significa lucro antes dos juros, tributos, depreciação e amortização, surgiu diante da necessidade das empresas, no período pós globalização da economia, em implementar e utilizar ferramenta de medida de desempenho econômico-financeiro capaz de ressaltar melhor as estratégias financeiras e principalmente as vantagens competitivas empreendidas.

O EBITDA tem como propósito indicar ou ser o indicador da capacidade de geração de caixa oriunda exclusivamente das atividades operacionais das empresas. Nesse sentido, o seu valor comparativo entre empresas é capaz de revelar qual segmento, setor ou empresa apresenta a melhor condição de geração e caixa num determinado período.

Diaz (2002), aponta como ponto positivo do EBITDA a facilidade de comparação entre empresas do mesmo setor por eliminar os efeitos da estrutura de capital. Por retirar o efeito da dívida, pode ser utilizado como bom indicador para demonstrar de forma comparativa a rentabilidade operacional entre empresas do mesmo setor. Acrescenta ainda que o fato de eliminar os efeitos de diferentes estruturas de capital, qualifica o EBITDA como um indicador de rentabilidade entres diferentes setores de atividades econômicas.

Para Coelho (2005) o EBITDA talvez seja a sigla mais popular no mundo das finanças corporativas. Seu cálculo é simples e as informações operacionais são obtidas dos demonstrativos financeiros das empresas. É considerado um indicador muito importante por medir a eficiência do empreendimento e por demonstrar a sua capacidade de geração de caixa essencialmente operacional.

Para Greenberg (1998) o EBITDA existe nos Estados Unidos da América desde a década de 1960 e ganhou notoriedade na década de 1980 em decorrência dos processos de aquisições de empresas alavancadas, cujos lucros não apareciam na demonstração de resultado tradicional em decorrência dos elevados juros dessa alavancagem e também das despesas de depreciação e amortização de ativos provenientes de altos investimentos, especialmente adotado pelas empresas de televisão a cabo. Isso por sua suposta capacidade de oferecer uma visão mais adequada das operações das empresas, por remover, no seu cálculo, as despesas que distorcem os resultados dos empreendimentos.

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) um estudo realizado por Kim e Ritter (1999), intitulado *Valuation of IPOs*, publicado no Journal of Financial Economics, concluiu que o EBITDA como múltiplo é o indicador de maior precisão par avaliar empresas bem estabelecidas que estavam fazendo IPOs.

No Brasil a utilização do EBITDA acabou se tornando um problema pois as empresas começaram a utilizar o indicador de forma muito subjetiva e, de certa forma, com intenções de mostrar um resultado diferente do obtido e até mesmo para justificar prejuízos, principalmente pelas companhias de capital aberto. Sua divulgação não é obrigatória, entretanto, o seu cálculo pode ser facilmente efetuado a partir das demonstrações financeiras.

Esse fato não ocorreu apenas no Brasil, Greenberg (1998) já alertava, com relação às empresas norte americanas, que o EBITDA oferece uma suposta imagem mais clara com



relação ao resultado operacional de uma empresa por eliminar no seu cálculo despesas que podem distorcer os resultados reais, mas, entretanto, também pode enganar os investidores, induzindo-os a interpretar e acreditar que a empresa está em uma situação melhor em relação a sua verdadeira realidade.

No Brasil, para resolver os abusos na divulgação do indicador a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), publicou a Instrução 527 de 04 de outubro de 2012 regulamentando a divulgação do EBITDA, que na Instrução está denominado como Lucro antes dos Juros, Imposto, Depreciação e Amortização (LAJIDA), determinando que quando divulgado o indicador deve ter como base os números constantes nas demonstrações contábeis, especialmente na demonstração do resultado do exercício, vedando expressamente a utilização de números que não façam parte das demonstrações contábeis. A divulgação deve ser acompanhada de conciliação entre o valor do EBITDA/LAJIDA e o lucro líquido do período.

Para Assaf Neto (2006) o EBITDA por se tratar de uma medida essencialmente relacionada com a capacidade operacional para geração de caixa sua eficiência financeira é influenciada pelas estratégias operacionais implementadas. O índice deve ser interpretado quanto maior melhor a eficiência de geração de caixa das atividades operacionais e consequentemente a capacidade de pagamentos aos fornecedores de capital, sejam acionistas ou terceiros.

### 2.1.3 Situação Financeira

Para Gitman (2010) uns dos principais elementos da estrutura financeira de uma empresa é o capital circulante líquido, mais conhecido como capital de giro. Ele relata que o assunto é tão importante que requer a maior parte do tempo de trabalho do administrador financeiro.

Berk e Demarzo (2009, p. 61, grifo do autor) definem que “a diferença entre ativos circulantes e passivos circulantes é o **capital de giro líquido** da empresa, o capital disponível no curto prazo para dirigir a empresa.”

Assaf Neto (2006) destaca que o capital de giro tem um comportamento dinâmico com alterações diárias, portanto, o planejamento de administração financeira requer modelos eficientes que possam prover avaliações rápidas da situação financeira.

Nos anos de 1975 a 1978 a Fundação Dom Cabral em conjunto com empresas brasileiras desenvolveu trabalho que resultou no Modelo Fleuriet, que leva o nome de um dos seus autores, o francês Michael Fleuriet.

O trabalho foi desenvolvido a partir do entendimento da dinâmica financeira das empresas brasileiras, mais especificamente da análise dinâmica do capital de giro. Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 3) “Em geral, certas contas do ativo e passivo renovam-se constantemente a medida que se desenvolvem as operações na empresa [...] que enfatiza os ciclos econômicos e financeiros de uma empresa, fornecendo dados para uma análise dinâmica em oposição à análise estática[...]”.

De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) o trabalho para preposição do modelo teve a intenção de criar um modelo de análise de capital de giro moldado para as características das empresas brasileiras. O modelo surgiu considerando 3 variáveis: capital de giro (CDG), necessidade de capital de giro (NCG) e saldo em tesouraria (T). Pelo modelo as contas patrimoniais encontradas nas demonstrações financeiras são classificadas em três categorias: erráticas<sup>3</sup>, cíclicas e não cíclicas.

Com base no Modelo Fleuriet, Braga (1991) classificou as possíveis combinações e relações entre os indicadores CDG, NCG e T e identificou e elaborou uma escala de classificação da saúde financeira das empresas que refletem 6 tipos básicos de estrutura de balanços, conforme demonstrado a seguir no Quadro 1:

---

<sup>3</sup>Errático, do latim *erraticu*. Errante, vadio, erradio, aleatório, andando fora do caminho, ou seja, implica a não-ligação dessas contas ao ciclo operacional da empresa (FLEURIET, 2003, p. 7).

**Quadro 1 – Configuração da Situação Financeira da Empresa**

<b>Tipo</b>	<b>CDG</b>	<b>NCG</b>	<b>Condição</b>	<b>T</b>	<b>Situação</b>
1	> 0	< 0	CDG > NCG	> 0	<b>Excelente</b>
2	> 0	> 0	CDG > NCG	> 0	<b>Sólida</b>
3	< 0	< 0	CDG > NCG	> 0	<b>Arriscada</b>
4	> 0	> 0	CDG < NCG	< 0	<b>Insatisfatória</b>
5	< 0	< 0	CDG < NCG	< 0	<b>Ruim</b>
6	< 0	> 0	CDG < NCG	< 0	<b>Péssima</b>

Fonte: Adaptado pelo autor com base em (BRAGA, 1991; OLIVEIRA e BRAGA, 2003)

Basicamente os tipos estão divididos em dois grupos: o primeiro (excelente, sólida e arriscada) indica a existência de saldo em tesouraria combinado com capital de giro maior que sua necessidade; o segundo (insatisfatória, ruim e péssima) indica exatamente o oposto, ou seja, empresas com saldo negativos na tesouraria e com uma necessidade maior do capital de giro existente.

### **3 CONTEXTO EDUCACIONAL DE ENSINO SUPERIOR PRIVADO BRASILEIRO**

#### **3.1 Crescimento do ensino superior**

A partir 05 de outubro de 1988, pelo artigo 209 da Constituição Federal, o ensino superior passou a ser livre para a iniciativa privada. Essa permissão para exploração econômica modificou radicalmente o mercado educacional. Inicialmente, as associações familiares modificaram sua forma societária para sociedades de responsabilidade limitada, podendo assim remunerar seus dirigentes e distribuir lucros aos seus sócios. Entretanto, as transformações mais ousadas foram as para sociedades anônimas de capital fechado e também de capital aberto, as quais tiveram que passar por um processo de adoção de boas práticas de governança corporativa, constituindo-se um decisivo desafio para o segmento, considerando sua dificuldade para aderir às novas práticas basicamente pelo aspecto cultural de baixo nível de transparência dos negócios.

A existência de uma demanda reprimida expressada pelo baixo índice de penetração dos jovens de 18 a 24 anos no ensino superior gerou um cenário propício para as empresas se lançarem no mercado de capitais com promessas elevadas taxas de crescimento e consequentemente uma expectativa de altas taxas de retorno sobre o capital investido. Essa visão também se ampara em dados da Unesco (2012) que apontavam o mercado educacional brasileiro de ensino superior como o quinto maior do mundo e o maior da América Latina. Outra informação importante indica um baixo nível de penetração, onde apenas 13,6% dos jovens brasileiros em idade entre 18 a 24 anos estavam matriculados. Dados comparativos da Unesco (2012) aponta que o Brasil em relação aos países da América Latina ainda tem muito que crescer para se equipar a esses países. A taxa bruta de escolaridade do Brasil cresceu 20 pontos percentuais no período de 1999 (14%) a 2008 (34%), enquanto a Argentina cresceu 19 pontos percentuais e o Chile cresceu 14 pontos percentuais. Entretanto, a taxa brasileira de 14% (1999) e 34% (2008) permanece muito distante da Argentina com 49% (1999) e 68% (2008) e do Chile com 38% (1999) e 52% (2008).

De outro ângulo o Banco Mundial (1995) argumenta que o aumento da demanda mundial por recursos humanos qualificados provocou que os países em desenvolvimento adotassem políticas de incentivos visando o crescimento do ensino superior, medido pelo

número de alunos matriculados, e que esse crescimento constatado na década de 1980 e início da década de 1990 tem afetado negativamente a qualidade do ensino. As taxas médias anuais de crescimento consideradas elevadas pelo Banco Mundial (1995) situam-se entre 6,2% a 7,3%.

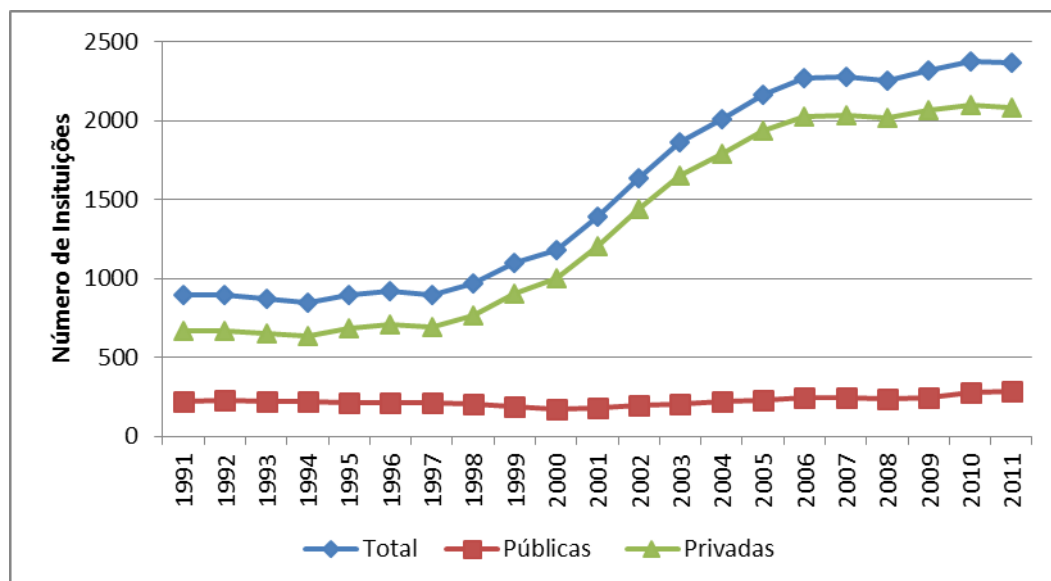
O Brasil, nos últimos anos apresentou elevadas taxas de crescimento, bem superiores a taxa média anual divulgada pelo Banco Mundial. No período de 1999 a 2003, a taxa média de crescimento foi de 12,8%, de 2004 a 2007, de 7,5%, em 2008 de 10,6%, em 2009 de 2,5%, em 2010 de 7,1% e em 2011 de 5,6%.

De maneira geral, o Governo brasileiro, adotou fortes políticas para ampliar o acesso e financiamento do ensino superior, notadamente, o Programa Universidade para Todos (ProUni), o Financiamento Estudantil (FIES), e o Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego (Pronatec), aplicáveis ao setor privado e que contribuíram para o crescimento o número de matrículas.

Como resultado desses incentivos e benefícios fiscais o número de IES privadas cresceu aceleradamente e neste contexto surgiram, em 2007, as IES de capital aberto, as quais, com formatação jurídica e práticas de governança corporativa, elementos ideais para atrair investimentos que contribuíram para o crescimento do ensino superior.

Dados do INEP (Gráfico 1) indicam que mais que triplicou o número de IES particulares, no período de 1994 a 2011, partindo de 633 para 2.081, respectivamente.

**Gráfico 1 – Evolução do Número de IES – Período de 1991 a 2011**

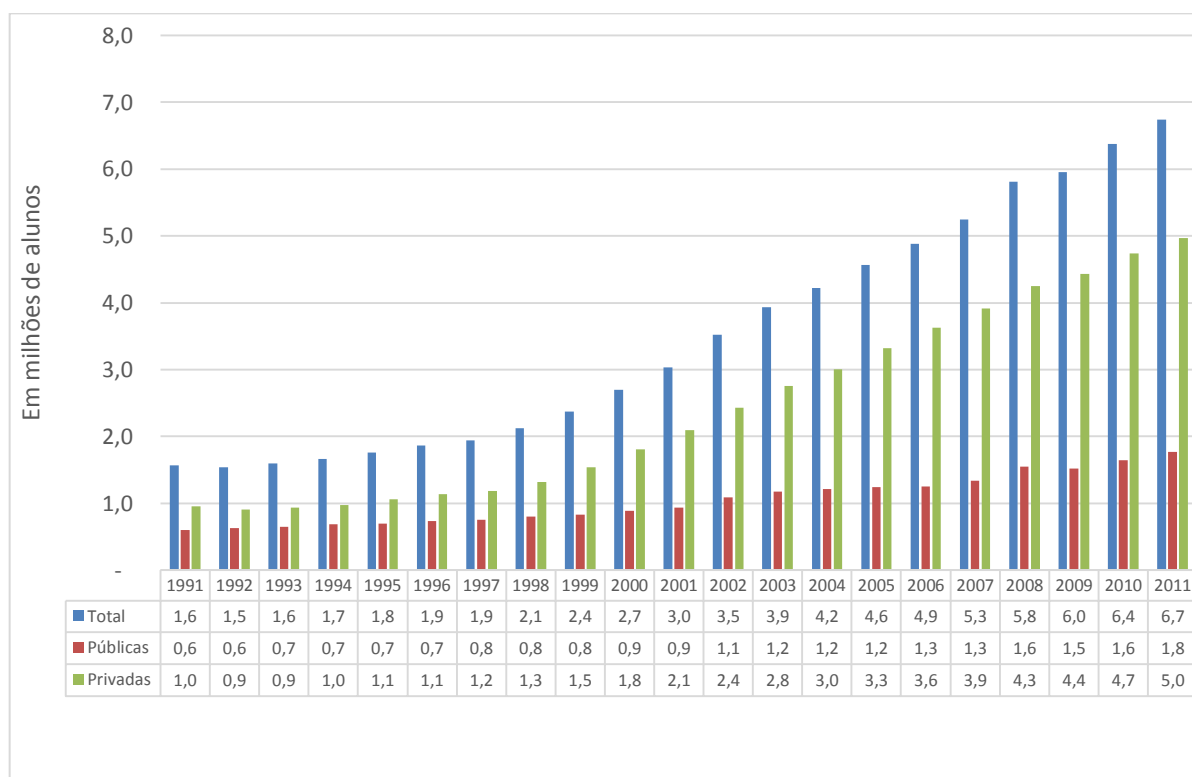


Fonte: Preparado pelo autor com base nos dados do INEP. (2010, 2012, 2013)

O aumento de estabelecimentos privados alterou significativamente a participação proporcional no número de alunos matriculados. Em 1994, as IES particulares detinham 74% dos estabelecimentos de ensino superior e tinham 58% dos alunos matriculados. Em 2011, as IES particulares passaram a deter 88% dos estabelecimentos com 74% dos alunos matriculados.

O crescimento do ensino superior (Gráfico 2), com relação ao número de alunos matriculados, teve início a partir do ano de 1998, quando o número de alunos aumentou 9,3% em relação ao ano anterior. No período de 1999 a 2003, ocorreu um crescimento médio anual de 12,8%. De 2004 a 2007, o crescimento médio anual foi de 7,5%. Em 2008 ocorreu aumento 10,6%. Em 2009, o aumento foi de apenas 2,5%, bem abaixo das médias dos períodos anteriores, e em 2010 o acréscimo foi de 7,1%. Em 2011, teve um aumento de 5,6%, novamente abaixo das médias dos períodos anteriores.

**Gráfico 2 – Número de Alunos Matriculados no Ensino Superior nas Modalidades Presencial e à Distância – Período de 1991 a 2011**



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do INEP. (2010, 2012 , 2013)

Somente as IES de capital aberto, em número de alunos, cresceram 449,2% comparando o número de alunos antes da abertura do capital e na data de 31 de dezembro de 2013. Antes das aberturas de capital as IES detinham 216.879 alunos matriculados no ensino superior, número esse que passou para 1.191.013 alunos em 31 dezembro de 2013. Isso lhes garante uma participação de aproximadamente 24% no número de alunos do ensino superior privado brasileiro. Comparando com o número de 1.773.315 alunos matriculados em instituições públicas em 2011, conforme dados do INEP (2012), pode-se dimensionar a importância da concentração do ensino superior apenas por três IES de capital aberto. Essa concentração decorre do fato que as IES perceberam que o crescimento orgânico não seria suficiente é viável para atender aos compromissos de crescimento prometidos aos investidores. E assim, como em qualquer outra atividade, elas iniciaram a corrida para aquisições. Esse processo tem sido propagado como um processo natural de consolidação do segmento.

Entretanto, essa atitude agressiva, de aquisições a qualquer custo, para realizar o crescimento prometido, levanta a questão com relação à qualidade das instituições adquiridas, e as respectivas capacidades de gerar valor aos adquirentes.

### **3.2 Abertura de capital de instituições educacionais**

Em 12 de março de 2007, a Anhanguera Educacional efetuou a primeira oferta pública de ações, do segmento educacional, na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (atualmente BM&FBovespa), também chamada de IPO – *Initial Public Offering*. Nessa oferta a Anhanguera conseguiu captar no mercado 445,5 milhões, sendo R\$ 360,0 milhões (80,8%) referente oferta primária destinado aos cofres da empresa e R\$ 85,5 milhões (19,2%) referente oferta secundária destinados aos acionistas vendedores. Naquele mesmo ano, três outras instituições também abriram o capital. No dia 23 de junho de 2007, foi a vez da Kroton Educacional efetuar uma captação de R\$ 452,4 milhões, sendo R\$ 413,4 milhões (91,4%) de oferta primária e R\$ 39,0 milhões (8,6%) de oferta secundária. Logo em seguida, em 30 de julho de 2007 a Estácio de Sá captou R\$ 446,9 milhões, sendo R\$ 268,2 milhões (60,0%) de oferta primária e R\$ 178,7 milhões (40,0%) de oferta secundária. Em agosto de 2007, coube à SEB – Sistema Educacional Brasileiro captar R\$ 412 milhões, que posteriormente fechou seu capital.

Do total de R\$ 1.344,8 milhões, captados nos IPOs da Anhanguera, Kroton e Estácio, R\$ 1.041,6 milhões (77,5%) de oferta primária entraram para os caixas das empresas e R\$ 303,2 milhões (22,5%) destinados aos acionistas vendedores.

Os valores de mercado das ações foram bem superiores aos seus respectivos valores patrimoniais por ocasião das ofertas. O valor patrimonial de cada ação da Anhanguera (em 31/12/2006) era de R\$ 0,22 e o preço de cada Unit<sup>4</sup> (1 ação ordinária e 6 ações preferenciais) foi negociada a R\$ 18,00, representando um preço de R\$ 2,57 por ação. O valor patrimonial da ação da Kroton (em 31/03/2007) era de R\$ 0,33, e cada Unit (1 ação ordinária e 6 ações preferenciais) foi negociada a R\$ 39,00, correspondente a R\$ 5,57 por ação. O valor

---

<sup>4</sup>Equivalente a Certificado de Depósito de Ações. Cada Unit é composta por classes de ações diferentes, por exemplo uma ação ordinária e três ações preferenciais.



patrimonial de cada ação da Estácio (em 31/03/2007) era de R\$ 0,62, e cada Unit (1 ação ordinária e 2 ações preferenciais) foi negociada a R\$ 22,50, equivalente a R\$ 7,50 por ação.

Os resultados das primeiras ofertas representaram bons ganhos para os acionistas que alienaram suas ações, considerando que até a data de abertura do capital as instituições realizaram várias outras transações com investidores visando a deixar as empresas mais atrativas para o mercado. Portanto, a verificação de emissões secundárias logo na primeira oferta, significa que parte dos acionistas realizaram lucros elevados. O preço de mercado de cada ação foi bem superior ao seu valor patrimonial, demonstrando o sucesso e grande expectativa nos resultados futuros das IES. Negociaram cada uma ação por 11,7 (Anhanguera), 16,9 (Kroton), e 12,1 (Estácio) vezes superiores aos seus respectivos valores patrimoniais

## 4 ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Desempenho Integrado e Comparativo

A Tabela 1, demonstra os resultados das IES de capital aberto no período de 2007 a 2013, propiciando análises integradas e comparativas dos desempenhos medidos por meio do EVA, do EBITDA e da situação financeira pelo Método Fleuriet. Adicionalmente, apresenta-se o índice de relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial (VM/VP), com o propósito de verificar o comportamento do valor de mercado das IES, ao longo do período, de forma associada aos seus respectivos desempenhos.

**Tabela 1 – Desempenho Comparativo das IES de Capital Aberto – Período de 2007 a 2013**

	EVA			EBITDA			Situação Financeira			VM / VP		
	AEDU	ESTC	KROT	AEDU	ESTC	KROT	AEDU	ESTC	KROT	AEDU	ESTC	KROT
2007	-4,3%	-36,4%	-138,3%	0,9%	5,7%	-25,2%	Péssima	Sólida	Sólida	7,90	2,91	2,01
2008	-17,3%	-57,9%	-57,8%	5,8%	5,4%	16,6%	Péssima	Sólida	Sólida	1,46	2,35	0,88
2009	-43,8%	-4,3%	-148,9%	14,9%	9,3%	-1,2%	Sólida	Sólida	Sólida	2,81	4,30	1,42
2010	-19,9%	30,7%	-132,2%	19,1%	9,1%	0,4%	Sólida	Sólida	Insatisfatória	2,91	3,78	1,78
2011	-83,5%	-5,2%	-74,7%	13,2%	10,7%	11,2%	Sólida	Sólida	Péssima	1,46	2,39	1,08
2012	-34,7%	55,8%	-3,4%	17,4%	15,1%	23,4%	Sólida	Sólida	Sólida	2,28	4,87	2,77
2013	-48,3%	120,3%	56,1%	16,5%	18,2%	33,1%	Sólida	Sólida	Sólida	2,80	3,97	4,03

Fonte: Elaborado pelo autor

Legendas: **AEDU** = Anhanguera; **ESTC** = Estácio; e **KROT** = Kroton

As captações iniciais demonstraram que o mercado recebeu de forma positiva a entrada das IES na bolsa de valores. A expectativa do mercado, visto o sucesso dos IPOs, não foi satisfeita, considerando o desempenho econômico-financeiro do período de 2007 de 2009. Nesse período, as três IES apresentaram EVAs negativos, indicando a destruição de valor dos acionistas, por três anos consecutivos. Com relação ao EBITDA os resultados apresentados foram bem diferentes para as IES, não demonstrando coerência dentro de um mesmo

segmento de atuação, prevalecendo a indicação de uma fraca capacidade de geração de caixa pelo segmento. A Kroton apresentou um EBITDA negativo de 25,2%(2007) e 1,2% (2009), significando que a sua atividade operacional não gerou e sim consumiu recursos. A Anhanguera, apresentou uma geração de caixa ínfima de apenas 0,9% em 2007, passando para 5,8% em 2008 e para 14,9% em 2009. A Estácio teve o melhor desempenho nesse quesito, por sua regularidade, com uma capacidade de geração de caixa iniciada em 2007 em 5,7%, com pequena redução de 0.3 ponto percentual em 2008, que foi de 5,4% e um acréscimo de 3.9 pontos percentuais em 2009, que foi de 9,3%, em relação ao ano anterior. Ainda nesse período, a Estácio e a Kroton apresentaram situação financeira sólida, de acordo com o Método Fleuriet. A Anhanguera nos anos de 2007 e 2008 tinha situação financeira classificada como péssima, apresentando recuperação no ano de 2009, classificada como sólida. Observa-se nos anos de 2007 a 2009, perda de valor de mercado da Anhanguera (64,4%) e da Kroton (29,4%), enquanto a Estácio teve valorização de 47,8%.

Os anos de 2010 e 2011, indicaram um fraco desempenho da Kroton, com EVAs negativos de 132,2% e 74,7%, EBITDA de 0,4% e 11,2% e situação financeira classificada como insatisfatória e péssima, respectivamente, e ainda, uma queda de 23,9% do seu valor de mercado em 2011 em relação ao ano de 2009.

Anhanguera apresentou um baixo desempenho com relação ao EVA que perdurou como negativo em 19,9% e 83,5%, nos anos de 2010 e 2011, respectivamente. Registrou o seu melhor EBITDA em 2010 de 19,1% sofrendo decréscimo de 5.9 pontos percentuais em 2011, que foi de 13,2%. A situação financeira classificada como sólida nos dois anos. Teve redução de 48,0% do seu valor de mercado em 2011 em comparação ao ano de 2009.

A Estácio, no ano e 2010 apresentou pela primeira vez EVA positivo, que foi de 30,7%, constituindo naquele ano geração de valor aos acionistas. Em 2011, o EVA voltou a ser negativo de 5,2%. Seu EBITDA em 2010 foi de 9,1%, apresentando uma leve redução de 0.2 ponto percentual em relação ao anterior, e em 2011 foi de 10,7%, representando um acréscimo de 1.6 ponto percentual comparado ao ano anterior. A situação financeira se manteve sólida nos dois exercícios. O seu valor de mercado em 2011 foi reduzido em 44,4%, em relação ao ano de 2009.

No ano de 2012, as IES melhoram muito seus desempenhos. Destaque para a Estácio, que obteve EVA positivo de 55,8%, alcançou um EBITDA de 15,1%, o melhor da sua série, se

manteve com situação financeira sólida, conseguindo mais que dobrar o seu valor de mercado, representado por um aumento de 103,8%, em comparação ao ano anterior. A Kroton iniciou seu processo de melhoria do desempenho representado por um EVA, ainda negativo de 3,4%, mas em comparação aos anos anteriores indicava mudanças radicais. Com EBITDA de 23,4%, o melhor até então apresentado pelas IES, recuperou sua condição de situação financeira sólida e obteve um aumento do seu preço de mercado de expressivos 156,5% em relação ao ano anterior. A Anhanguera apresentou o pior desempenho, com EVA negativo de 34,7%, um EBITDA de 17,4% e permanecendo com a situação financeira sólida, mesmo assim o seu valor de mercado aumentou 56,2% em comparação ao ano anterior.

Em 2013, a Estácio apresentou EVA expressivo de 120,3% e EBITDA de 18,2%, representado acréscimos de 64.5 e 3.1 pontos percentuais, respectivamente, em relação ao ano anterior. A situação financeira permaneceu como sólida. Entretanto, mesmo com o bom desempenho o seu valor de mercado caiu 18,5% em relação ao ano anterior, nivelando-se, em termos de relação VM/VP, ao desempenho da Kroton. A Kroton, pela primeira vez, obteve EVA positivo de 56,1% e um surpreendente EBITDA de 33,1%, que comparados com o ano anterior, representaram acréscimos de 59.5 e 9.7 pontos percentuais, respectivamente. Permaneceu com uma situação financeira sólida e obteve um crescimento de 45,5% do seu valor de mercado, em relação ao ano anterior. A Anhanguera, novamente teve um EVA negativo de 48,3% e um EBITDA de 16,5%, representando uma queda de 16.5 e 0.9 pontos percentuais em relação ao ano anterior. A situação financeira permaneceu como sólida.

#### **4.2 Desempenho Econômico-Financeiro, Valor de Mercado e a Estratégia de Expansão Mediante Aquisições e Fusões**

A utilização do índice de relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial (VM/VC) em conexão com o EVA, com o EBITDA, e com a situação financeira, permite analisar e estabelecer uma relação entre o desempenho das empresas e a percepção do mercado que devem ser refletidos nos preços das ações. Entretanto, não só o desempenho define diretamente o preço da ação, o mercado também pondera nas suas análises e interpretações outros fatores como as expectativas de resultados futuros e evidentemente o

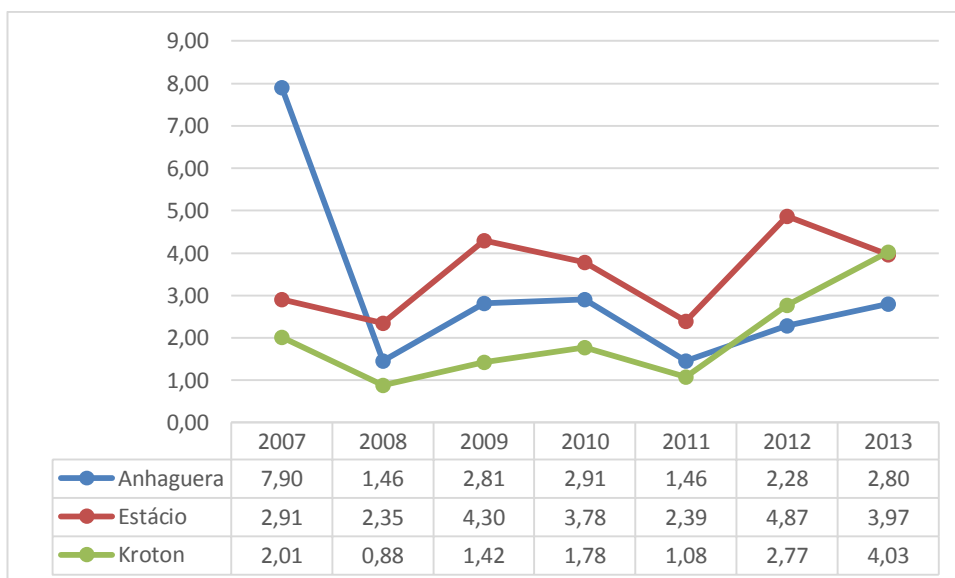
risco. Nessa análise procura-se capturar apenas, na medida do possível, a relação do desempenho auferido por meio do EVA, do EBITDA e da situação financeira, os quais incluem os efeitos das aquisições e fusões provenientes da estratégia de expansão das atividades.

O valor de mercado de uma empresa com ações negociadas em bolsa, sem quaisquer interferências para manipulação e direcionamento nas suas cotações, indica, por meio da variação do preço da ação, a percepção do mercado com relação ao desempenho econômico-financeiro e às expectativas de resultados futuros, incluindo, os riscos percebidos e avaliados pelo mercado de maneira geral.

O Gráfico 3 apresenta o índice entre a relação de valor de mercado e o valor patrimonial das IES de capital aberto. Esse índice quando igual a 1 significa que o preço pago pelo mercado para cada ação é igual ao valor patrimonial por ação. Na hipótese de o preço de mercado de cada ação for inferior ao seu valor patrimonial, o índice será menor que 1. Quando o mercado paga um preço superior ao valor patrimonial o índice será superior a 1. Nessa situação, ou seja, índice superior a 1, significa que ultrapassar o valor patrimonial compreende exatamente ao valor do MVA (*Market Value Added*). Entretanto, o propósito não é demonstrar o valor agregado em números absolutos e sim efetuar uma análise comparativa da percepção do mercado em relação ao desempenho das empresas. Essa percepção, que é refletida no MVA, pode ser melhor analisada a partir da utilização do índice de relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial das ações.

O índice reflete quantas vezes o valor de mercado das empresas é superior ou inferior ao valor contábil do patrimônio líquido ou simplesmente valor patrimonial, e sua interpretação é quanto maior melhor.

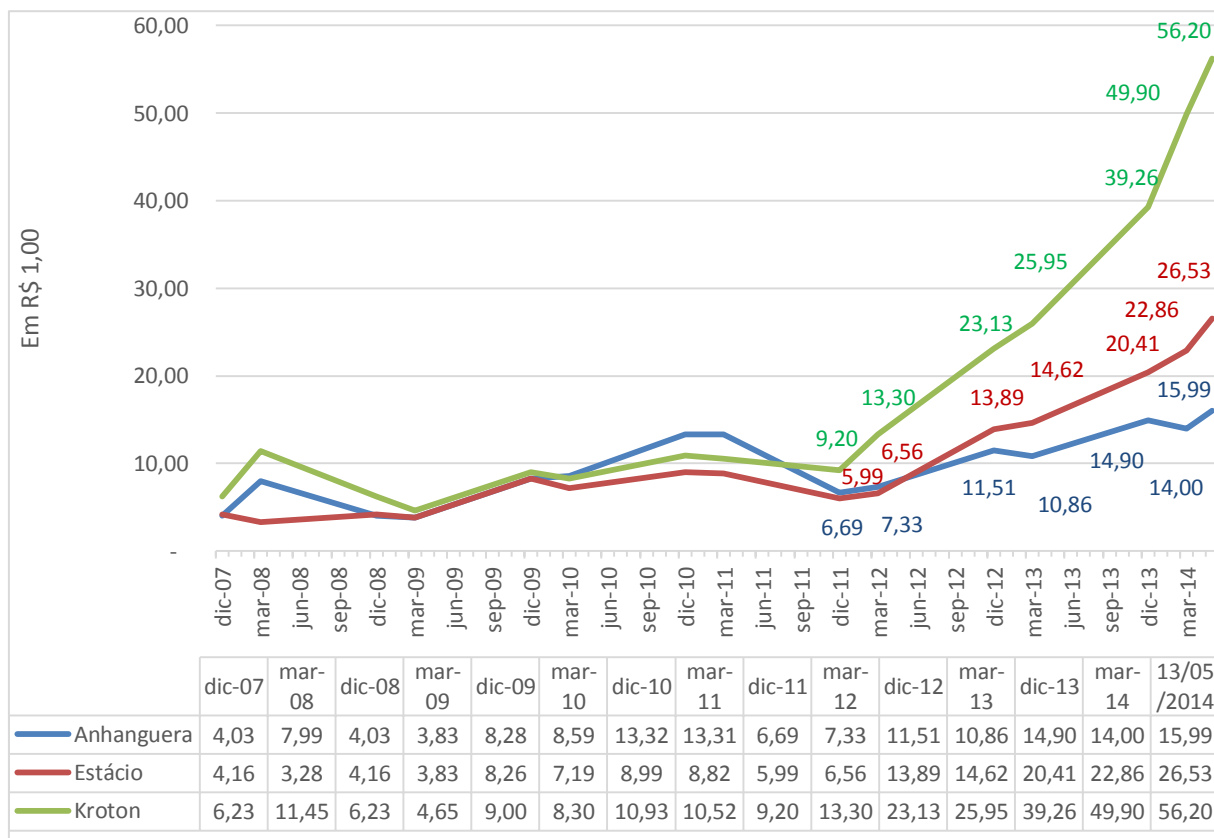
**Gráfico 3 – Evolução Comparativa do Índice de Relação entre o Valor de Mercado e o Valor Patrimonial das IES de Capital Aberto – Período de 2007 a 2013**



Fonte: Elaborado pelo autor

No Gráfico 3, está demonstrado que após a crise de 2008, a grande valorização dos preços das ações da Anhaguera, ocorrida em 2007, foi reduzida ao mesmo patamar das suas concorrentes. A Estácio, a partir de 2008, sempre se manteve com um preço de mercado em relação ao seu patrimônio líquido superior aos de suas concorrentes. No ano de 2013, em decorrência do bom desempenho, a Kroton conseguiu equiparar a sua valorização de mercado ao mesmo patamar da Estácio.

**Gráfico 4 – Evolução Comparativa do Preço das Ações das IES de Capital Aberto –  
Período 31 de dezembro de 2007 a 13 de maio de 2014.**



Fonte: Elaborado pelo autor

A partir de 2012, ocorreu uma grande valorização do preço das ações de 510,9% (Kroton), 342,9% (Estácio) e 139,0% (Anhanguera), considerando o período de janeiro de 2012 a maio de 2014.

No ano de 2012 o preço das ações da Kroton, da Estácio e da Anhanguera apresentaram valorização acumulada de 151,5%, 131,9% e 72,0%, respectivamente. No mesmo período os índices Ibovespa e IGC tiveram ganhos acumulados de 7,4% e 19,0%, respectivamente. Os anúncios ocorridos em 2011 e 2012 de grandes aquisições impactaram nas expectativas do mercado e foram refletidas no preço das ações.

No período de 2007 a 2010, a Kroton investiu aproximadamente R\$ 302,2 milhões em aquisições em cerca de 13 instituições de ensino. Nesse período a maior aquisição foi a da IUNI Educacional S.A., ocorrida em março de 2010, pelo valor de R\$ 184,4 milhões.

Em 2011, efetivou quatro aquisições com investimento total de R\$ 1,1 bilhão. A maior e mais importante transação foi divulgada ao mercado em dezembro de 2011, sendo a esta destinado a quantia de R\$ 1,0 bilhão para aquisição da Unopar – União Norte do Paraná Ltda, instituição que contava com 203.825 alunos matriculados em cursos de graduação e pós-graduação nas modalidades presencial e à distância.

Nos meses de abril e maio de 2012, a Kroton voltou a divulgar outras duas aquisições. Primeiro adquiriu por R\$ 52 milhões a UNIRONDON – União Educacional Cândido Rondon Ltda., com unidades no Estado do Mato Grosso e que detinha 5.470 alunos matriculados na modalidade de ensino presencial. Em seguida, adquiriu o Grupo Uniasselvi por R\$ 530 milhões e acrescentou à sua base aproximadamente 86.000 alunos na modalidade ensino à distância.

Os resultados dessas aquisições foram refletidos no desempenho de 2012, cuja receita líquida foi de R\$ 1,4 bilhão, e lucro líquido de R\$ 202,0 milhões, representando significativos aumentos de 91,3% e 440,6%, respectivamente, em relação ao ano de 2011.

Em abril de 2013, a Kroton e Anhanguera divulgaram aos acionistas e ao mercado a assinatura de um acordo de associação. A associação será efetivada mediante à incorporação de ações de emissão da Anhanguera pela Kroton. Inicialmente, após a troca de ações, o controle das IES associadas, seria de aproximadamente 42,52% exercido pela Anhanguera e 57,48% exercido pela Kroton. Em maio de 2013, as IES redefiniram as bases de trocas das ações, sendo a proporção de participação alterada para 33,5% em favor da Anhanguera e 66,5% para a Kroton.

O Acordo de Associação, após mais de um ano sob análise para aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), foi aprovado em maio de 2014 com restrições, condicionando sua aprovação final ao cumprimento de medidas determinadas no Acordo em Controle de Concentração (ACC), pactuado entre o Cade e as IES envolvidas. Uma das principais exigências é a alienação da Uniasselvi, instituição adquirida pela Kroton em 2012 pelo montante de R\$ 530 milhões com atuação exclusivamente no ensino à distância e que à época da aquisição tinha aproximadamente 86.000 alunos.

A Anhanguera iniciou sua estratégia de expansão efetivando aquisições de várias IES com pequenos números de alunos, aumentando sua capilaridade. A IES investiu aproximadamente R\$ 1,2 bilhão em aquisições no período de 2007 a 2011, sendo a mais



expressiva realizada no ano de 2011 com a aquisição da Universidade Bandeirantes de São Paulo – UNIBAN, pela quantia de R\$ 510,6 milhões. Na época da aquisição a UNIBAN detinha 55.100 alunos matriculados. Aproximadamente R\$ 732,5 milhões foram destinados para cerca de 27 outras aquisições, as quais, totalizavam aproximadamente 200.000 alunos.

A Estácio investiu aproximadamente R\$ 246,7 milhões em cerca de 17 aquisições no período de 2007 a 2012. O maior investimento foi de R\$ 56,7 milhões destinado para compra da Centro Universitário Radial, instituição que à época contava com 10.800 alunos. As demais IES adquiridas tinham, juntas, aproximadamente 39.000 alunos. Em 2013, investiu aproximadamente R\$ 651,1 milhões para aquisição de 3 instituições. Uma das aquisições, divulgada em setembro de 2013, foi da União dos Cursos Superiores SEB Ltda – UNISEB, pela quantia de R\$ 615,3 milhões, com aproximadamente 37.800 alunos. As outras duas aquisições envolveram aproximadamente R\$ 35,8 milhões e cerca de 4.500 alunos.

No ano de 2013, as ações das IES acumularam valorizações de 69,7% (Kroton), 46,9% (Estácio) e 29,5% (Anhanguera), contra as quedas de 15,5% do Ibovespa e de 2,0% do IGC.

## 5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nos últimos anos o segmento educacional brasileiro de ensino superior passou e vem passando por um grande processo de transformação. Inicialmente seguindo uma tendência mundial de desenvolvimento do ensino superior apoiado pelas orientações e diretrizes de órgãos como o Banco Mundial e a Unesco. No cenário nacional essas transformações tiveram início na Constituição Federal Brasileira de 1988, mediante a previsão legal de livre exploração da atividade de ensino superior pela iniciativa privada. Mas, o marco legal somente produziu melhores efeitos após a edição da Lei 9.394/1996 a denominada Lei de Diretrizes e Bases (LDB), que trouxe no seu artigo 80 a possibilidade do ensino à distância em todos os níveis e modalidades de ensino, tornando possível a oferta de cursos de graduação à distância.

De outro lado, o Governo implementou importantes políticas de inclusão das classes de baixa renda no ensino superior por meio de incentivo fiscal como o Programa Universidade para Todos (ProUni), que consiste na isenção de tributos federais para as instituições privadas que aderirem ao programa. Adicionalmente, o programa de Financiamento Estudantil (FIES) também funcionando como política de inclusão ao ensino superior, e sobretudo, como elemento de aquecimento da demanda. Os programas de incentivo são fatores decisivos que contribuíram para o crescimento acelerado do número de matrículas no ensino superior a partir do ano de 1999.

Acrescenta-se a esses fatores a demanda reprimida expressada pelo baixo índice de penetração dos jovens de 18 a 24 anos de idade, que com conforme estimativa divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em 2011, apenas 14,6% desse contingente declarou estar cursando o ensino superior.

Outro aspecto importante é o aumento do poder econômico da população, marcado pela ascensão social das classes economicamente menos favorecidas. Dados da pesquisa Observador Brasil 2012 revelam que em 2005, a classe C representava 34% da população e em 2011 passou a representar 54%, composta por 103 milhões de pessoas, sendo maior que a soma de todas as demais classes sociais.

A associação dos elementos, regulamentação legal, incentivos fiscais, demanda reprimida por cursos superiores, financiamento estudantil, crescimento da classe C e maior alcance do público através do ensino à distância, tornaram o ensino superior um atrativo para a iniciativa privada, especialmente pelo seu potencial de crescimento.

O mercado rapidamente assimilou esse potencial e o número de IES privadas saltou de 1.004 no ano de 2000 para 2.081 no ano de 2011, um aumento de 107,2%. O número alunos das IES particulares aumentou 174,8% no mesmo período, partido de 1.807.219 alunos matriculados no ano de 2000 para 4.966.374 em 2011.

Também como consequência e parte desse contexto, surgem em 2007 os primeiros IPOs das empresas educacionais de ensino superior que conseguiram captar no mercado, logo na primeira emissão R\$ 1,3 bilhão. A Anhanguera fez sua primeira captação no montante de R\$ 445,5 milhões, seguida pela Kroton com R\$ 452,4 milhões e pela Estácio com R\$ 446,9 milhões.

A partir daí ganha ênfase o processo de aquisições, o que passou a ser chamado de consolidação do mercado educacional. Evidentemente que o processo de aquisição é o caminho mais curto para o crescimento, e foi preferido especialmente pelas companhias abertas, em decorrência da necessidade de propiciar os retornos esperados pelos investidores no menor prazo possível, mantendo assim, a capacidade de refinanciamento.

No período de 2007 a 2012, a Anhanguera (R\$ 1,2 bilhão), Estácio (R\$ 0,3 bilhão) e Kronton (R\$ 2,0 bilhões), investiram aproximadamente R\$ 3,5 bilhões em aquisições.

Neste contexto, inevitavelmente, ocorreu um aumento significativo da concorrência e competitividade das IES do setor privado. O aumento do número de instituições e consequentemente a ampliação da oferta de cursos e vagas, provocou a redução dos preços das mensalidades, cujo preço médio sofreu um decréscimo de aproximadamente 40% no ano 2012 em comparação ao preço médio praticado no ano de 1996.

Após decorridos mais de seis anos da estreia do segmento educacional de ensino superior no mercado de ações é importante uma avaliação quanto ao desempenho econômico-financeiro das IES de capital aberto procedido sob perspectivas diferentes daquelas que norteiam as divulgações formais e obrigatórias das empresas.

Este estudo teve o objetivo geral de apurar e analisar o desempenho econômico-financeiro da IES de capital aberto. O desempenho foi avaliado para o período de 2007 a 2013, sob três vertentes, a primeira com relação a geração de valor para os acionistas, a segunda, sobre a capacidade de geração de caixa e a terceira sobre a situação financeira.

O EVA é o indicador utilizado no presente estudo para mensurar a geração ou destruição de valor das três IES de capital aberto.

Os estudos demonstraram que o desempenho medido pelo EVA no período de 2007 a 2013, a Anhanguera apresentou destruição de valor, ou seja, seus resultados não foram suficientes para remunerar o custo de capital. A Kroton, no período de 2007 a 2012, também apresentou destruição de valor, entretanto, no ano de 2013 a Companhia surpreendeu e apresentou geração de valor para os acionistas e teve a melhor performance no ano entre as três. A Estácio apresentou destruição de valor nos anos de 2007, 2008, 2009 e 2011 e geração de valor nos anos de 2010, 2012 e 2013. Entre as três companhias, com relação ao EVA, a Estácio é a que mais apresenta estabilidade nos resultados obtidos. A Kroton, após apresentar destruição de valor no período de 2007 a 2012, demonstrou uma excelente recuperação, que iniciou em 2012 e melhorou em 2013, ano em que apresentou uma geração de valor superior à da Estácio. A Anhanguera teve o pior desempenho entre as três, não gerou valor em nenhum dos exercícios do período, e além disso, nos últimos três anos apresentou nível muito elevado de destruição de valor.

O EBITDA é o indicador aplicado neste trabalho para mensurar a capacidade de geração de caixa. As empresas apresentaram indicador de EBITDA bem diferentes, fato que não deveria ser comum para empresas que atuam em um mesmo segmento e em condições iguais de concorrência. A Estácio novamente se destacou pela estabilidade do seu desempenho. A Kroton se destacou pela recuperação que apresentou em 2012 e 2013, demonstrando a melhor capacidade de geração de caixa entre as três. A Anhanguera teve o pior desempenho nos últimos três anos com relação a geração de caixa.

O Método Fleuriet foi adotado neste estudo para avaliar a situação financeira das IES objeto deste trabalho. A Estácio apresenta uma situação financeira estável e foi classificada como sólida durante todos os anos do período em estudo. A Kroton, ratificou a sua capacidade de recuperação e saiu de uma situação financeira péssima em 2011 para sólida em 2012 e se

manteve assim em 2013. A Anhanguera a partir de 2009 apresenta uma situação financeira sólida.

Uma situação financeira sólida significa que os passivos circulantes operacionais são insuficientes para atender às necessidades de financiamento de curto prazo, sendo que os recursos permanentes suprem essa deficiência e geram saldo positivo em caixa e equivalentes de caixa.

Outro aspecto a destacar é a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas. De 2008 a 2012, a Estácio apresentou os melhores índices sendo ligeiramente superada pela Kroton apenas em 2013. Em 2013, o valor de mercado das ações da Anhanguera representava 2,80 vezes o valor do seu patrimônio líquido. Já para a Estácio representava 3,97 e para a Kroton 4,03. Isso indica que o desempenho econômico-financeiro das companhias influenciou no valor de mercado dos preços das ações.

Esta dissertação comparou o desempenho econômico-financeiro das IES de capital aberto com base nos indicadores de geração de valor para os acionistas, de geração de caixa e da situação financeira. De forma geral, foi constatado que das três apenas a Estácio, considerando o período de 2007 a 2013, gerou valor para os acionistas, demonstrando estabilidade de seus desempenhos. A Kroton, destruiu/consumiu valor dos acionistas, mas em 2013 quebrou uma série de seis exercícios consecutivos e EVAs negativos. A Anhanguera não demonstrou capacidade de geração de valor para os acionistas, consumindo/destruindo valor por sete exercícios consecutivos. Com relação a capacidade de geração de caixa, a Estácio se posiciona como uma empresa estável e com desempenho consistente. A Kroton teve um desempenho acima da média em 2013, mas que precisa ser confirmado nos anos posteriores. Já a Anhanguera, apresentou uma capacidade de geração de caixa inferior às suas concorrentes. As companhias se encontram com uma situação financeira sólida de acordo o método aplicado, entretanto, precisam manter o volume de receita para continuar financiando suas operações e mantendo o caixa e equivalentes de caixa positivos.

Apesar de em 2013 as companhias, especialmente a Kroton e a Estácio, terem apresentado bons resultados, ficou evidente que o crescimento acelerado do ensino superior privado é decorrente primordialmente das políticas governamentais de incentivos, que são eficientes para ampliar as condições de acesso, mas ineficientes para a qualidade do ensino

superior, notadamente para as IES do setor privado. O desempenho econômico-financeiro da IES foram diretamente favorecidos pela ampliação do acesso e o conseqüente aumento do número de matrículas, caracterizando, assim, um nível elevado de dependência aos programas de incentivos, colocando em dúvida a capacidade de sustentabilidade das atividades dessas instituições, caso os incentivos sejam reduzidos, suspensos ou descontinuados.

Por fim, temos que, em termos de desempenho econômico-financeiro, a Estácio se coloca na primeira posição por apresentar situação de estabilidade e consistência dos seus resultados, com menor volúpia por aquisições e, portanto, oferecendo menor risco. A Kroton situa-se na segunda posição em decorrência dos excelentes resultados apresentados em 2013, especialmente pelo aparente acerto e resultados das aquisições realizadas no fim de 2011 e no ano de 2012, entretanto, ainda não apresenta uma série retrospectiva como base para avaliações futuras, sendo prematuro garantir que o desempenho de 2013 seja repetido nos anos posteriores. A Anhanguera ocupa a terceira posição e ao que tudo indicou, sua estratégia de investimentos em aquisições de pequenas instituições de ensino não propiciaram os resultados desejados, e a sua maior aquisição (UNIBAN) pode ter comprometido seu desempenho.

## REFERÊNCIAS

ANHAGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. **A Instituição: Histórico**. São Paulo: Anhanguera, 2013. Disponível em: <<http://www.anhanguera.com/ri/>>. Acesso em: 15 de janeiro de 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BANCO MUNDIAL. **La Enseñanza Superior: Las lecciones derivadas de la experiência**. Washington: 1995.

BERK, Jonatan; DEMARZO, Peter. **Finanças Empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

BRAGA, Roberto. **Análise Avançada do Capital de Giro**. Caderno de Estudos. São Paulo: Fipecafi, 1991. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/cest/n3/n3a03.pdf>>. Acesso em: 01 de maio de 2014.

CETELEM – GRUPO BNP PARIBAS. **O Observador Brasil 2012**. Brasil, 2012. Disponível em: <[http://www.cetelem.com.br/portal/Sobre\\_Cetelem/Observador.shtml](http://www.cetelem.com.br/portal/Sobre_Cetelem/Observador.shtml)> Acesso em: 26 de novembro de 2013.

COELHO, Fabiano Simões. **EBITDA: a busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro**. Revista Pensar Contábil. Rio de Janeiro: CRCRJ, Ano VI, n. 26, novembro e dezembro de 2004 e janeiro de 2005. Disponível em: <<http://webserver.crcrj.org.br/asscom/Pensarcontabil/revistaspdf/revista%2026.pdf>>. Acesso em: 16 de março de 2014.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA – CADE. (2014a). Cade aplica conjunto de restrições à união da Kroton e Anhanguera. Boletim, Rio de Janeiro, n. 16, 2014. Disponível em:

<<http://www.cade.gov.br/Default.aspx?3df00108190ee220ea58eb7bcb8c>>. Acesso em: 02 de junho de 2014.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA – CADE. (2014b). Aquisição da Uniseb pela Estácio é aprovada com restrições. Boletim, Rio de Janeiro, n. 16, 2014. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/Default.aspx?3df00108190ee220ea58eb7bcb8c>>. Acesso em: 02 de junho de 2014.

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim; COSTA, Luiz Rodolfo Tinoco Aboim; ALVIM; Marcelo Arantes. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª ed. São Paulo: Pearson, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para determinação de valor de qualquer ativo**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

DIAZ, Fábio Paniza. **EBITDA: “uma visão crítica”**. 2002. 33 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo: 2002.

EHRBAR, Al. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Histórico**. Rio de Janeiro: Estácio, 2013. Disponível em: <<http://www.estacioparticipacoes.com.br/>>. Acesso em: 16 de janeiro de 2014.

FACCINI, Leonardo. **Mercado de Valores Mobiliários: teoria e questões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.



FALCINI, Primo. **Avaliação Econômica de Empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxos de caixa**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1995.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O Modelo Fleuriet: a dinâmica das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12ª ed. São Paulo: Pearson, 2010.

GREENBERG, Herb. **Never Trust Anything That You Can't Pronounce**. Fortune & Money. 1998. Disponível em: <[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/1998/06/22/244160/](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/06/22/244160/)>. Acesso em: 01 de maio de 2014.

INFOMONEY. **Ebitda: entenda o conceito e o cálculo desse importante indicador de desempenho – observar o lucro ou prejuízo é insuficiente para analisar a performance da empresa; foco na geração operacional de caixa**. 2014. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/ultimas-noticias/noticia/318552/ebitda-entenda-conceito-calculo-desse-importante-indicador-desempenho>>. Acesso em: 11 de abril de 2014.

INEP – INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Resumo Técnico: censo da educação superior de 2009**. Brasília: 2010. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior>>. Acesso em: 10 de setembro de 2013.

\_\_\_\_\_. **Resumo Técnico: censo da educação superior de 2010**. Brasília: 2012. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior>>. Acesso em: 10 de setembro de 2013.

\_\_\_\_\_. **Resumo Técnico: censo da educação superior de 2011**. Brasília: 2013. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior>>. Acesso em: 22 de janeiro de 2014.

\_\_\_\_\_. **Sinopse Estatística da Educação Superior, 2009.** Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior>>. Acesso em: 25 de outubro de 2013.

\_\_\_\_\_. **Sinopse Estatística da Educação Superior, 2010.** Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior>>. Acesso em: 25 de outubro de 2013.

\_\_\_\_\_. **Sinopse Estatística da Educação Superior, 2011.** Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior>>. Acesso em: 25 de outubro de 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios: síntese de indicadores.** 2009. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/população/trabalhoerendimento>>. Acesso em: 12 de janeiro de 2014.

\_\_\_\_\_. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios: síntese de indicadores.** 2011. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/população/trabalhoerendimento>>. Acesso em: 12 de janeiro de 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** São Paulo: IBGC, 2009.

KROTON EDUCACIONAL S.A. Sobre a Kroton: Histórico. Belo Horizonte: Kroton, 2013. Disponível em: <[http://www.mzweb.com.br/kroton2010/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=32813](http://www.mzweb.com.br/kroton2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=32813)>. Acesso em 16 de janeiro de 2014.

LLOSA, Álvaro Vargas. **Todo Amador Confunde Preço e Valor: estratégia de formação e crescimento de patrimônio para tempos de crise e também de prosperidade.** São Paulo: Virgiliæ, 2012.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do Trabalho Científico: procedimentos básicos, pesquisas bibliográficas, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos.** 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. **Análise Dinâmica do Capital de Giro: o modelo fleuriet**. Revista de Administração de Empresas. São Paulo: FGV, v. 35, n.3, p. 49-63, 1995. Disponível em: <[http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590\\_s0034-7590199500300007.pdf](http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_s0034-7590199500300007.pdf)>. Acesso em: 20 de novembro de 2013.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de Empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson, 2005.

MARTINS, Eliseu. (org.). **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2011.

MATARRAZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MODELO Fleuriet: estudo exploratório sobre a aplicação do modelo de análise dinâmica de capital de giro para a avaliação de desempenho de empresas brasileiras no período de 2008. 15 f. Disponível em: <<http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/4CCF/20101217191906.pdf>>. Acesso em: 07 de abril de 2014.

MORENO, Ana Carolina. Enade não diz se o curso é bom, só se é melhor ou pior que outro; entenda. **G1**, 2013. Disponível em: <<http://g1.globo.com/educacao/noticia/2013/10/enade-nao-diz-se-curso-e-bom-so-se-e-melhor-ou-pior-que-outro-entenda.html>>. Acesso em 03 de maio de 2014.

OLIVEIRA, Ana Carla Moraes de; BRAGA, Roberto. **Influência do Modelo Fleuriet na Geração de Valor Econômico Agregado das Empresas do Setor Varejista e de Transportes**. 15 f. Disponível em: <<https://www.yumpu.com/pt/document/view/12514791/influencia-do-modelo-fleuriet-na-geracao-de-valor-congresso-usp>>. Acesso em 10/04/2014.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÀ, Rubens. **Métodos de Avaliação de Empresas e o Balanço de Determinação**. Revista Administração em diálogo. São Paulo, n. 6, p. 101-112, 2004.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value: the new standard for business performance**. New York: The New Press, 1986.

SANTOS, José Odálio dos. **Avaliação de Empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Fundamentos de Avaliação de Empresas: foco no método de fluxo de caixa descontado: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2005.

\_\_\_\_\_. **Introdução à Avaliação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2006.

SECURATO, José Cláudio. **Governança Corporativa: estudo de médias de retornos entre o IGC e IBOVESPA no período de junho/01 a março/06**. 2006.129 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006.

SILVA, Sergio Robert; et al. **Ebitda: comparando o conhecimento dos analistas financeiros com a teoria**. Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia. IX SEGeT 2012. Disponível em: <<http://www.aedb.br/seget/artigos12/31516305.pdf>>. Acesso em: 22 de novembro de 2013.

STEWART III, G. Bennett. **The Quest for Value: a guide for sênior managers**. USA: HarperBusiness, 1991.

UNESCO. **Compendio Mundial de La Educación 2010: Comparación de las estadísticas de educación en el mundo**. Montreal: UNESCO, 2011. Disponível em: <<http://www.uis.unesco.org>>. Acesso em: 5 de maio de 2014.

\_\_\_\_\_. **Desafios e Perspectivas da Educação Superior Brasileira para a Próxima Década.** Brasília: UNESCO, CNE, MEC, 2012.