

Desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de serviços de educação na BM&FBovespa e a participação do Fies e do ProUni nos seus resultados

José Eduardo Guimarães Siqueira Mattos (UFBA) - eduardo.mco@outlook.com

José Maria Dias Filho (UFBA) - zemariadias@uol.com.br

Nayara Batista Moreira (UFBA) - nmoreira1105@yahoo.com.br

Resumo:

O objetivo deste estudo é analisar os indicadores econômico-financeiros das empresas do segmento de serviços educacionais da BM&FBovespa, assim como a participação do programa de Financiamento Estudantil (Fies) e do Programa Universidade para Todos (ProUni), nos resultados econômicos destas empresas. Este estudo se enquadra como exploratório e se utiliza da pesquisa bibliográfica e da análise documental, tendo em vista que foram coletadas todas as demonstrações econômico-financeiras das empresas do referido segmento no período compreendido entre 2011 e 2015, bem como outros documentos disponíveis no site da empresa. Esta pesquisa identificou que houve um crescimento expressivo no resultado econômico-financeiro das referidas instituições, bem como em número de alunos matriculados que aderiram a estes programas de incentivo ao ensino superior, no período em estudo. Observou-se também uma grande participação destes programas no resultado econômico destas instituições, e que esta era em média superior a 40% do resultado financeiro nas empresas pesquisadas, a exceção da Estácio Participações, que teve um resultado médio em torno de 11% neste quesito. Tal exposição representa um grande risco financeiro para estas empresas, principalmente tendo em vista o contingenciamento de recursos públicos de incentivo ao ensino superior, bem como a mudança ocorrida na regra de concessão do Fies no ano de 2015. Sugere-se a realização de estudos relativos ao impacto das mudanças nas regras do Fies a partir do ano de 2016, de forma comparativa com os períodos anteriores já pesquisados.

Palavras-chave: Indicadores econômico-financeiros. Fies. ProUni.

Área temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

Desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de serviços de educação na BM&FBovespa e a participação do Fies e do ProUni nos seus resultados

Resumo

O objetivo deste estudo é analisar os indicadores econômico-financeiros das empresas do segmento de serviços educacionais da BM&FBovespa, assim como a participação do programa de Financiamento Estudantil (Fies) e do Programa Universidade para Todos (ProUni), nos resultados econômicos destas empresas. Este estudo se enquadra como exploratório e se utiliza da pesquisa bibliográfica e da análise documental, tendo em vista que foram coletadas todas as demonstrações econômico-financeiras das empresas do referido segmento no período compreendido entre 2011 e 2015, bem como outros documentos disponíveis no site da empresa. Esta pesquisa identificou que houve um crescimento expressivo no resultado econômico-financeiro das referidas instituições, bem como em número de alunos matriculados que aderiram a estes programas de incentivo ao ensino superior, no período em estudo. Observou-se também uma grande participação destes programas no resultado econômico destas instituições, e que esta era em média superior a 40% do resultado financeiro nas empresas pesquisadas, a exceção da Estácio Participações, que teve um resultado médio em torno de 11% neste quesito. Tal exposição representa um grande risco financeiro para estas empresas, principalmente tendo em vista o contingenciamento de recursos públicos de incentivo ao ensino superior, bem como a mudança ocorrida na regra de concessão do Fies no ano de 2015. Sugere-se a realização de estudos relativos ao impacto das mudanças nas regras do Fies a partir do ano de 2016, de forma comparativa com os períodos anteriores já pesquisados.

Palavras-chave: Indicadores econômico-financeiros. Fies. ProUni.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões.

1 Introdução

O Plano Nacional de Educação – PNE, aprovado pela Lei nº 10.172/2001, estabeleceu nos seus objetivos e metas para o ensino superior, que até o final daquela década deveria haver uma oferta de educação superior para ao menos 30% da faixa etária da população de 18 a 24 anos (BRASIL, 2001a). Com isto houve um grande incentivo à expansão do ensino superior privado, tendo em vista que o crescimento da oferta de vagas no ensino público não reage com a velocidade necessária para o cumprimento de metas estabelecidas, principalmente tendo em vista seus custos elevados, e sua estrutura centralizada e burocrática.

Diante deste cenário, houve um grande estímulo para o surgimento de instituições de ensino superior privadas, para que estas auxiliassem no cumprimento das metas e objetivos propostos pelo PNE. Em sequência é instituído o Fundo de Financiamento Estudantil – Fies, através da Lei 10.260/2001, destinado à concessão de financiamento a estudantes regularmente matriculados em cursos superiores não gratuitos (BRASIL, 2001b). A partir daí houve um grande incentivo aos alunos que não tinham condição de custear seus estudos na rede de ensino superior privada, de financiá-lo através deste subsídio governamental, a um custo reduzido.

Com o crescimento destes programas – Fies e ProUni, as instituições de ensino superior privadas vislumbraram um crescimento nas suas receitas e na sua base de alunos. Deste modo com a entrada de novos alunos na instituição, por meio de financiamento através

de programas públicos de incentivo ao ensino superior, estas organizações cresciam cada vez mais, de forma exponencial. Quanto mais recursos havia, mais estas instituições buscavam captar novos alunos, mantendo também em seus quadros aqueles que ingressaram em períodos anteriores. Os cursos superiores financiados duram de seis a oito semestres o que representa para estas organizações, a partir da matrícula de um novo aluno, um incremento significativo de receita, com fluxos de entradas constantes durante um longo período.

Entretanto, com a mudança dos critérios de acesso ao Fies, instituídas pela Portaria Normativa Nº 13/2015 do Ministério da Educação, principalmente pela exigência de obtenção de nota mínima de 450 pontos no Exame Nacional do Ensino Médio – Enem, além de não poder “zerar” na redação, aliado ao contingenciamento de gastos pelo governo central, resultou em uma imediata redução no número de concessões de novos financiamentos pelo Fies, refletindo também este último fato em uma redução na concessão de novas bolsas de estudos pelo ProUni. Estes fatos provocaram impacto direto no fluxo de caixa e capital de giro destas empresas.

A partir destas constatações, o trabalho buscou responder a seguinte questão: Em que medida os recursos dos programas Fies e ProUni impactam as receitas das instituições listadas no segmento de serviços educacionais da BM&FBovespa?

Portanto, o objetivo desta pesquisa é identificar o impacto e a dependência econômico-financeira dos programas Fies e ProUni, que integram às políticas públicas de incentivo ao ensino superior, nas empresas listadas no segmento de serviços educacionais na BM&FBovespa, visando identificar a participação destes programas na receita bruta destas organizações.

A análise das demonstrações financeiras constitui um dos estudos mais importantes em finanças corporativas. Isso desperta um grande interesse para administradores internos da empresa e para diversos segmentos de analistas externos. Essa análise visa fundamentalmente, o estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em certo período passado, para diagnosticar a posição atual e produzir resultados que servirão de base para prever tendências futuras (ASSAF NETO; LIMA, 2009 apud VOGT et al, 2014, p.2).

Dessa forma podemos observar a importância das análises financeiras que envolvem diversos métodos de cálculos e interpretações dos seus resultados com vistas a analisar e monitorar o desempenho empresarial (GITMAN; MADURA, 2003 apud DIEL; DIEL; SILVA, 2013).

O período de recessão econômica em que estamos mergulhados e o contingenciamento de gastos públicos causam impacto direto e indireto, nas instituições de ensino superior, por conta das restrições aos créditos do Fies e do ProUni. Estas instituições estão significativamente expostas a estes impactos e, conseqüentemente espera-se que algum efeito recaia sobre suas receitas. Este estudo busca analisar este impacto, identificando qual o percentual de dependência econômica que estas organizações possuem destes recursos de maneira que este fato poderá comprometer estas instituições, sob aspectos de endividamento, liquidez e rentabilidade.

Este estudo produz uma avaliação precisa, tendo em vista que as informações necessárias a sua realização estão prontamente disponíveis nas bases de dados das empresas, sendo de fácil acesso aos usuários do mercado de capitais, o que permite assim, a viabilidade da pesquisa. Pode-se verificar nas bases de pesquisa que não há estudos significativos nesta linha de trabalho, a exceção do estudo de Silva, Piscopo e Serra (2015), tendo em vista se tratar de um tema recente e de grande importância para o mercado, devido ao ingresso de grandes investidores no mercado de capitais, como forma de atraí-los, como uma opção de

investimento de recursos, mesmo atuando com um número reduzido de instituições de ensino superior que negociam ações na BM&FBovespa.

Além desta sessão, esta pesquisa é constituída de fundamentação teórica, metodologia, resultados e considerações finais.

2 Fundamentação teórica

2.1 O fundo de financiamento estudantil (Fies)

De acordo com o Ministério da Educação (2016a) o Fundo de Financiamento Estudantil (Fies) é um programa ligado ao Ministério da Educação (MEC), e tem por objetivo o financiamento de cursos superiores de graduação a estudantes matriculados em instituições superiores credenciadas pelo MEC, através da Lei 10.260/2001. Desde o ano de 2010, o Fies passou a operar com um novo regramento, com taxas de juros deste financiamento de 3,4% a. a., carência para início do pagamento de 18 meses e o prazo de amortização de 03 (três) vezes a duração regular do curso, mais 12 (doze) meses. O novo agente operador deste programa passou a ser o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE), para contratos firmados a partir de 2010. No segundo semestre do ano de 2015, houve novamente uma mudança nas regras do Fies, como o aumento da taxa de juros anuais para 6,5%, tendo por finalidade contribuir para a sustentabilidade do programa e possibilitando a continuidade desta política pública de inclusão social e democratização do ensino superior além de buscar um maior equilíbrio das contas públicas, neste novo cenário econômico.

2.2 O programa universidade para todos (ProUni)

O Programa Universidade para Todos - ProUni foi criado em 2004 pelo Governo Federal, com o objetivo de oferecer bolsas de estudos integrais (100%) e parciais (50%) em instituições de ensino superior privadas do país, em cursos de graduação e seqüenciais a estudantes brasileiros que não possuíssem diploma de nível superior. A participação destes alunos nesse programa se dava através de estudantes egressos de escolas da rede pública de ensino ou mesmo de estudantes da rede particular que fossem bolsistas integrais da própria escola, estudantes portadores de necessidades especiais, ou mesmo professores da rede pública de ensino, em exercício efetivo do magistério da educação básica, integrantes de quadro de pessoal permanente de instituição pública. Não sendo necessário, portanto a comprovação de renda, neste caso. Para concorrer às bolsas integrais, o candidato deve comprovar renda familiar bruta mensal, por pessoa, de até um salário mínimo e meio. Para as bolsas parciais (50%), a renda familiar bruta mensal deve ser de até três salários mínimos por pessoa. (MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO, 2016b)

O ProUni, desde que foi criado, incentivou a expansão do ensino superior no Brasil, através das Instituições de Ensino Superior privadas. Estas instituições cresceram significativamente, inclusive por meio de aquisições e fusões. Com isto, estas organizações, passaram a ter uma parcela significativa da sua receita atrelada a este programa, o que faz com que estejam bastante expostas ao risco de mudanças, na política econômica e de ensino do país, gerando assim interferência em seus resultados.

2.3 Indicadores econômico-financeiros

Os indicadores econômicos financeiros têm o papel fundamental na identificação da situação das organizações, inclusive quando da comparação de empresas de tamanhos diferentes. Estes se utilizam dos dados contidos nas demonstrações financeiras das organizações. Estes índices são ferramentas utilizadas para comparação e investigação entre diversas informações financeiras. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2000)

O uso de indicadores para análise de empresas é uma ferramenta bastante útil, tanto que Iudícibus (2010, p.92) afirma que ‘a técnica de análise financeira por quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da contabilidade’. Brigham e Ehrhardt (2006) frisam que o uso de indicadores permite a comparação entre empresas, este tipo de análise não seria possível como o uso de valores absolutos existentes nos demonstrativos contábeis. (KROENKE; MARCOS; NASCIMENTO, 2013, p.4)

Segundo Matias (2009), em relação aos indicadores de rentabilidade, estes proporcionam ao analista a compreensão da capacidade que a empresa possui em gerar recursos, de acordo com diferentes critérios.

A análise das demonstrações financeiras em coeficientes ou índices tem sido tradicionalmente utilizada por credores, investidores, agências reguladoras e concorrentes, extraindo informações sobre a posição passada, presente e projetada, para avaliar a saúde financeira, o desempenho organizacional e as tendências futuras (ASSAF NETO, 2001; DANZI; BOOM, 1998 apud BOMFIM et al, 2011, p.78).

2.3.1 Índices de estrutura de capital ou endividamento

Em relação a estes índices de acordo com Assaf Neto (2008, p.122 apud TONETTO; FREGONESI, 2010, p.9), eles “fornecem, ainda, elementos para avaliar o grau de comprometimento financeiro de uma empresa perante seus credores (principalmente instituições financeiras) e sua capacidade de cumprir os compromissos financeiros assumidos a longo prazo”.

2.3.2 Indicadores de Liquidez

A solvência ou liquidez constitui a capacidade de uma empresa em liquidar seus compromissos financeiros, nos prazos contratados. A manutenção de uma liquidez adequada é muito mais do que um objetivo empresarial, é condição *sine qua non* para a continuidade dos negócios. (PIMENTEL; BRAGA; CASA NOVA, 2010, p. 86)

De acordo com ASSAF NETO (2008, p. 119 apud TONETTO; FREGONESI, 2010, p.9) “os indicadores de liquidez visam medir a capacidade de pagamento (folga financeira) de uma empresa, ou seja, sua habilidade em cumprir corretamente as obrigações passivas assumidas”.

2.3.3 Indicadores de Rentabilidade ou Resultado

A rentabilidade pode ser definida como a medida final do grau de êxito econômico obtido por uma empresa, em relação ao capital nela investido. Esse êxito econômico é determinado pela magnitude do lucro líquido contábil. (PIMENTEL; BRAGA; CASA NOVA, 2010, p. 86)

Damodaran (2004, p. 98 apud DIEL; DIEL; SILVA, 2013, p.5) ensina que “apesar de o demonstrativo de resultados permitirem a estimativa do quanto é lucrativo uma empresa, em termos absolutos, é igualmente importante que avaliemos a rentabilidade de uma empresa em termos de retornos percentuais”. Desta forma, precisamos analisar não apenas o seu resultado bruto, mas sim este indicador relacionado a outra variável, para que através deste modelo haja condição de se inferir um resultado percentual.

2.3.4 Indicadores de Participação do Fies e do ProUni

Estes indicadores foram criados para os fins desta pesquisa, e objetivam demonstrar a participação tanto do Financiamento Estudantil (Fies), quanto o Programa Universidade para Todos (ProUni) na receita bruta das instituições analisadas. Com base em seus resultados, este índice irá indicar o grau de comprometimento da receita bruta, com estes programas citados que, por serem públicos, estão, portanto, sujeitos a uma maior exposição a mudanças em suas políticas de repasse, com impacto financeiro direto na receita destas instituições de ensino superior.

Quadro 1- Indicadores Econômico-Financeiros Utilizados na Pesquisa

Grupo	Indicadores	Fórmula	Indicativo	Interpretação
Estrutura de Capital / Endividamento	Endividamento - Capital de Terceiros (ECT)	$((PC+PNC) / PL) \times 100$	Participação do Capital de Terceiros	Quanto Menor Melhor
	Composição do Endividamento (CE)	$(PC / (PC+PNC)) \times 100$	Endividamento	Quanto Menor Melhor
	Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)	$(AP / PL) \times 100$	PL Imobilizado	Quanto Maior Melhor
	Imobilização dos Recursos não Correntes (IRC)	$(AP / (PL+PNC)) \times 100$	RNC Imobilizados	Quanto Maior Melhor
Liquidez	Liquidez Geral (LG)	$(AC+RLP) / (PC+PNC)$	Capacidade de Pagar Terceiros (Curto ou Longo Prazo)	Quanto Maior Melhor
	Liquidez Corrente (LC)	AC / PC	Capacidade de Pagar Terceiros (Curto Prazo)	Quanto Maior Melhor
Rentabilidade (Resultados)	Giro do Ativo (GA)	VL / AT	Vendas por \$1 Investido	Quanto Maior Melhor
	Margem Líquida (ML)	$(LL / VL) \times 100$	Melhor Eficiência Operacional	Quanto Maior Melhor
	Rentabilidade do Ativo (ROA)	$(LL / AT) \times 100$	Lucro por \$1 Investido	Quanto Maior Melhor
	Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$(LL / PL) \times 100$	Lucro por \$1 Investido de Capital Próprio	Quanto Maior Melhor
	Margem EBITDA (ME)	$(EBITDA/RL)$	Caixa Operacional Gerado no Período	Quanto Maior Melhor
	Lucro Por Ação (LPA)	$LL / AÇÕES ORDINÁRIAS$	Retorno para os Acionistas	Quanto Maior Melhor
Participação Fies / ProUni	Participação Fies (PF)	RTF / RB	Comprometimento da Receita Bruta com o Fies	Quanto Menor Melhor
	Participação ProUni (PP)	RTP / RB	Comprometimento da Receita Bruta com o ProUni	Quanto Menor Melhor

Fonte: adaptado de MATARAZZO (2003, p. 152 apud ZAMPROGNO; DUTRA, 2013, p.4).

Legenda: (AT) Ativo Total; (AC) Ativo Circulante; (AP) Ativo Permanente (RLP) Realizável a Longo Prazo (PC) Passivo Circulante; (PNC) Passivo Não Circulante; (ELP) Exigível a Longo Prazo; (PL) Patrimônio Líquido; (LL) Lucro Líquido; (RB) Receita Bruta; (VL) Vendas Líquidas; (RTF) Receita Total FIES; e (RTP) Receita Total PROUNI.

3 Metodologia

Este estudo se enquadra como exploratório, e se utiliza da pesquisa bibliográfica e da análise documental (TRIVIÑOS, 1987), para atingir o objetivo proposto. Foram coletadas todas as demonstrações econômico-financeiras das empresas do segmento de serviços educacionais da BM&FBovespa, no período compreendido entre 2011 e 2015 das instituições que fazem parte desta população, bem como outros documentos complementares disponíveis no site oficial da empresa, colhidos através do setor de relações institucionais.

3.1 Caracterização da amostra

De acordo com a BM&FBovespa (2016), atualmente existem quatro empresas listadas no segmento de educação, que são: a Estácio Participações S. A., a GAEC Educação S. A., a Kroton Educacional S.A. e a Ser Educacional S. A. Todas estão listadas no segmento de Novo Mercado (NM).

O Novo Mercado (NM) foi lançado no ano de 2000, tendo a sua primeira listagem no ano de 2002, tornando-se padrão de “transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital e é recomendado para empresas que pretendem fazer ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor”. (BM&FBOVESPA, 2016)

Este segmento de listagem da BM&FBovespa é destinado a empresas que adotam de forma voluntária práticas de governança corporativa de forma adicional e, portanto complementar àquelas que são exigidas por lei, sendo estas constituídas por um conjunto de regras societárias que objetivam expandir direitos aos acionistas, bem como uma maior transparência na divulgação de informações. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações ordinárias (ON), que são aquelas que possuem direito de voto.

3.2 Procedimentos metodológicos

No primeiro momento, foi feito um levantamento bibliográfico e de revisão de literatura sobre o tema para a identificação dos trabalhos que utilizaram os indicadores econômico-financeiros em suas pesquisas, objetivando identificar quais os indicadores mais utilizados e que se adequariam à pesquisa proposta.

Utilizando-se de ferramentas eletrônicas de buscas acadêmicas, foram encontradas pesquisas que empregaram o uso de indicadores econômico-financeiros, bem como trabalhos relacionadas ao Fies e ao ProUni. Em seguida foram identificadas junto a BM&FBovespa, quais as empresas que faziam parte do segmento de listagem em questão. Na sequência foram coletadas todas as demonstrações econômico-financeiras do período compreendido entre 2011 e 2015 das instituições que fazem parte deste segmento.

No momento seguinte, foram tabulados os dados necessários e pertinentes utilizados na pesquisa em planilha eletrônica, para que em seguida, com o auxílio de fórmulas matemáticas fossem gerados os índices necessários às análises propostas para esta pesquisa. Por se tratar de índices financeiros específicos e em alguns casos pouco usuais, alguns dados não estavam disponíveis nas demonstrações obrigatórias, tendo sido colhidos através de busca no site oficial da empresa, junto ao setor de Relações com Investidores, em outros instrumentos divulgados.

Em seguida, esses dados foram tabulados com a utilização de software de planilha eletrônica, para posterior análise de dados, em procedimentos estatísticos, que objetivam a consolidação destes que pudessem fornecer resultados às análises necessárias a este estudo. Foram também inseridas na planilha eletrônica todas as fórmulas que objetivavam identificar os resultados referentes aos índices propostos na pesquisa, com o intuito de conhecer seus resultados, por instituição, para a realização da pesquisa, bem como gerar novas informações,

além de tabelas e o quadro, utilizados neste trabalho. As informações utilizadas neste estudo foram derivadas das demonstrações consolidadas das empresas, padronizadas e de acordo com o IFRS/BR GAAP.

Em seguida foram identificados os resultados da pesquisa, de acordo com os indicadores propostos, para a finalização desta e suas conclusões.

4 Resultados

Os resultados dos indicadores econômico-financeiros desta pesquisa foram agrupados e identificados de acordo com os critérios relacionados à Estrutura de Capital, Liquidez, Rentabilidade (Resultados), e a Participação das Receitas com o Fies e o ProUni na Receita Bruta das instituições analisadas. Todos os dados foram calculados em milhares de reais.

4.1 Índices de estrutura de capital/endividamento

Tabela 1 – Endividamento/Capital de Terceiros (ECT)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	-706,7%	1325,3%	81,8%	58,3%	83,1%	168,4%
Estácio	72,7%	75,4%	40,9%	46,9%	62,7%	59,7%
Kroton	101,1%	68,5%	55,8%	35,3%	33,5%	58,8%
Ser Educacional	103,6%	96,3%	78,0%	99,3%	144,1%	104,3%
Média	-107,4%	391,4%	64,1%	60,0%	80,9%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

Neste indicador (tabela 1), a Kroton obteve um melhor resultado médio no período, reduzindo significativamente seu endividamento ao longo do tempo, tendo um valor médio de (58,80%) de endividamento, enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (168,4%) de endividamento, seguido pelo Grupo Ser Educacional, com 104,3%, o que representa endividamento significativo.

Tabela 2 - Composição do Endividamento (CE)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	46,2%	29,0%	29,9%	49,9%	44,6%	39,9%
Estácio	29,9%	36,3%	46,7%	35,6%	44,4%	38,6%
Kroton	39,1%	24,0%	32,8%	23,4%	28,1%	29,5%
Ser Educacional	29,2%	46,3%	26,3%	31,6%	24,8%	31,6%
Média	36,1%	33,9%	33,9%	35,1%	35,5%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

Neste indicador (tabela 2) a Kroton obteve também um melhor resultado médio no período, em comparação com as demais empresas, tendo um valor médio de (29,5%) de composição do endividamento, enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (39,9%), estando a Estácio também bem próxima com (38,6%) de composição do endividamento.

Tabela 3 - Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	-411,4%	937,1%	54,3%	95,7%	93,2%	153,8%
Estácio	79,5%	85,3%	46,5%	77,0%	75,5%	72,7%
Kroton	158,9%	135,1%	117,5%	116,7%	109,1%	127,5%

Ser Educacional	156,3%	153,8%	85,6%	122,5%	138,0%	131,2%
Média	-4,2%	327,8%	76,0%	103,0%	103,9%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 3, a Estácio obteve um melhor resultado médio no período (72,7%), representando a menor imobilização do Patrimônio Líquido do período analisado, enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (153,8%).

Tabela 4 - Imobilização dos Recursos não Correntes (IR)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	146,7%	90,0%	34,5%	74,1%	63,8%	81,8%
Estácio	52,7%	57,6%	38,1%	59,1%	56,0%	52,7%
Kroton	98,4%	88,8%	85,5%	91,9%	87,9%	90,5%
Ser Educacional	90,2%	101,3%	54,3%	72,9%	66,2%	77,0%
Média	97,0%	84,5%	53,1%	74,5%	68,5%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 4, a Estácio obteve mais um indicador com melhor resultado médio no período (52,7%), relativo à Imobilização dos Recursos não Correntes do período analisado, enquanto que a Kroton obteve o pior resultado médio com (81,8%).

Dos quatro índices utilizados como indicadores de endividamento, a Kroton e a Estácio obtiveram os melhores resultados no período, em dois deles, cada empresa, enquanto que a Anima e o Grupo Ser Educacional não obtiveram os melhores resultados do segmento em nenhum indicador de endividamento.

4.2 Índices de liquidez

Tabela 5 - Liquidez Geral (LG)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	0,2763	0,3684	1,5592	1,0738	1,0816	0,8719
Estácio	1,2825	1,1957	2,3084	1,4918	1,3905	1,5338
Kroton	0,4171	0,4875	0,6855	0,5270	0,7295	0,5693
Ser Educacional	0,4563	0,4417	1,1847	0,7736	0,7367	0,7186
Média	0,6080	0,6233	1,4344	0,9666	0,9846	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 5, a Estácio obteve o melhor indicador de Liquidez Geral com o resultado médio no período de (1,5338 vezes), enquanto que a Kroton obteve o pior resultado médio com (0,5693 vezes).

Tabela 6 - Liquidez Corrente (LC)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	0,3925	0,8420	5,0436	1,9344	1,6555	1,9736
Estácio	3,6552	2,6446	4,3777	3,7008	2,8385	3,4433
Kroton	0,7832	1,4666	1,7430	1,5335	1,3989	1,3851
Ser Educacional	1,3274	0,8598	4,3964	1,8271	1,8372	2,0496
Média	1,5396	1,4533	3,8902	2,2490	1,9325	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 6, a Estácio obteve também mais um indicador com melhor resultado médio (3,4433 vezes), relativo à Liquidez Corrente no período analisado, enquanto que a Kroton mais uma vez obteve o pior resultado médio com (1,3851 vezes).

Dos dois índices utilizados como indicadores de liquidez, a Estácio obteve os melhores resultados no período, enquanto que a Kroton obteve os piores resultados do segmento nestes indicadores.

4.3 Índices de rentabilidade (resultados)

Tabela 7 - Giro do Ativo (GA)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	1,0549	1,2371	0,5320	0,7346	0,7286	0,8574
Estácio	1,0746	1,1157	0,8094	0,6842	0,6742	0,8716
Kroton	0,2476	0,3715	0,4942	0,2437	0,3164	0,3347
Ser Educacional	0,6396	0,7469	0,5686	0,5644	0,5585	0,6156
Média	0,7542	0,8678	0,6010	0,5567	0,5694	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 7, a Estácio obteve mais um indicador com melhor resultado médio no período (0,8716 vezes), relativo ao Giro do Ativo, enquanto que a Kroton, mais uma vez, obteve o pior resultado médio com (0,3347 vezes).

Tabela 8 - Margem Líquida (ML)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	-12,6%	7,3%	7,4%	22,9%	7,5%	6,5%
Estácio	6,1%	7,9%	14,1%	17,7%	16,5%	12,5%
Kroton	5,1%	14,4%	25,6%	26,5%	26,5%	19,6%
Ser Educacional	17,2%	22,7%	25,5%	30,3%	16,8%	22,5%
Média	4,0%	13,1%	18,1%	24,4%	16,8%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 8, o Grupo Ser Educacional obteve o seu primeiro indicador com melhor resultado médio no período (22,5%), relativo à Margem Líquida, significando uma Melhor Eficiência Operacional, enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (6,5%).

Tabela 9 - Rentabilidade do Ativo (ROA)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	-13,2%	9,0%	3,9%	16,9%	5,4%	4,4%
Estácio	6,6%	8,8%	11,4%	12,1%	11,1%	10,0%
Kroton	1,3%	5,3%	12,7%	6,5%	8,4%	6,8%
Ser Educacional	11,0%	16,9%	14,5%	17,1%	9,4%	13,8%
Média	1,4%	10,0%	10,6%	13,1%	8,6%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

No indicador da tabela 9, o Grupo Ser Educacional obteve novamente o melhor resultado médio no período (13,8%), relativo à Rentabilidade do Ativo (ROA), enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (4,4%).

Tabela 10 - Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	50,8%	77,1%	75,1%	185,2%	123,1%	102,3%
Estácio	121,5%	149,0%	209,9%	142,4%	137,0%	152,0%
Kroton	26,6%	55,0%	111,4%	68,9%	100,6%	72,5%
Ser Educacional	108,0%	181,2%	106,6%	102,8%	66,1%	112,9%
Média	76,7%	115,6%	125,7%	124,8%	106,7%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

De acordo com a tabela 10, a Estácio obteve novamente o melhor resultado médio no período (152%), relativo à Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE), enquanto que a Kroton obteve o pior resultado médio com (72,5%).

Tabela 11 - Margem Ebitda (ME)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	1,07%	13,59%	11,36%	20,58%	11,55%	11,6%
Estácio	10,71%	15,17%	18,50%	22,15%	23,15%	17,9%
Kroton	13,19%	25,42%	34,90%	35,94%	37,67%	29,4%
Ser Educacional	30,77%	31,72%	34,38%	36,02%	27,74%	32,1%
Média	13,94%	21,48%	24,79%	28,67%	25,02%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

Em relação à Margem Ebitda, conforme o indicador da tabela 11, o Grupo Ser Educacional obteve mais uma vez o melhor resultado médio no período (32,1%), enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (11,6%).

Tabela 12 - Lucro Por Ação (LPA)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	-20,8500	0,4700	0,5800	1,9200	0,7700	-3,4220
Estácio	0,0009	0,0004	0,0008	0,0014	0,0015	0,0010
Kroton	0,2500	0,8600	1,9200	0,7400	0,8600	0,9260
Ser Educacional	0,2900	0,6000	1,0500	1,7100	1,2900	0,9880
Média	-5,0773	0,4826	0,8877	1,0928	0,7304	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

Conforme o indicador da tabela 12, o Grupo Ser Educacional obteve, mais uma vez, o melhor resultado médio no período (R\$0,98), relativo ao Lucro por Ação, enquanto que a Anima obteve o pior resultado médio com (-R\$3,42).

Em relação aos indicadores de rentabilidade, o Grupo Ser Educacional foi aquele que obteve os melhores resultados médio em quatro indicadores, seguido pela Estácio que obteve dois melhores resultados médios em indicadores. Os demais grupos, não obtiveram os melhores resultados em nenhum dos indicadores de rentabilidade.

4.4 Participação do Fies e do Prouni nas receitas

Tabela 13 - Participação do Fies nas Receitas (PF)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	18,0%	25,1%	38,5%	41,5%	48,6%	34,3%
Estácio	3,3%	3,1%	5,1%	9,0%	19,6%	8,0%

Kroton	26,0%	27,2%	35,7%	44,0%	55,2%	37,6%
Ser Educacional	2,2%	25,9%	42,9%	55,1%	59,3%	37,0%
Média	12,4%	20,3%	30,5%	37,4%	45,6%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

De acordo com indicador da tabela 13, a Estácio foi a empresa que menos comprometeu a sua receita com recursos provenientes do Fies (8%), enquanto que a Kroton obteve a maior média de resultado neste quesito (37,6%), seguida bem de perto pelo Grupo Ser Educacional com (37%).

Tabela 14 - Participação do ProUni nas Receitas (PP)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	8,3%	7,4%	7,0%	10,6%	3,3%	7,3%
Estácio	1,9%	2,3%	3,3%	4,3%	4,0%	3,2%
Kroton	8,4%	7,6%	8,1%	11,3%	13,2%	9,7%
Ser Educacional	5,1%	6,5%	7,5%	7,8%	4,4%	6,3%
Média	5,9%	5,9%	6,5%	8,5%	6,2%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

Em relação ao indicador da tabela 14, a Estácio foi a empresa que obteve a menor participação de recursos do ProUni na sua receita (3,2%), enquanto que a Kroton obteve a maior média neste mesmo aspecto (9,7%).

Tabela 15 - Participação Fies e do ProUni nas Receitas (PF+PP)

Empresas	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Anima (Gaec)	26,3%	32,5%	45,5%	52,1%	51,9%	41,7%
Estácio	5,2%	5,4%	8,4%	13,3%	23,6%	11,2%
Kroton	34,3%	34,8%	43,8%	55,3%	68,3%	47,3%
Ser Educacional	7,3%	32,3%	50,4%	62,9%	63,7%	43,3%
Média	18,3%	26,3%	37,0%	45,9%	51,9%	

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016

Em se tratando da tabela 15, podemos identificar que semelhante as tabelas 13 e 14, a Participação das Receitas de recursos do Fies e do ProUni somadas, demonstram que em média a Estácio mais uma vez foi a empresa que menos comprometeu sua receita (11,2%) em relação à dependência do Fies e do ProUni, enquanto que a Kroton obteve a maior média de resultado (47,4%), o que significa quase que a metade da sua receita média, dependente de programas como o Fies e o ProUni.

Analisando o resultado destes dois aspectos quanto à exposição ao risco na receita derivada de recursos do Fies e do ProUni, a Estácio se mostrou a empresa mais protegida, tendo em vista a menor participação do Fies e do ProUni na composição da sua da receita.

5 Considerações finais

Este pesquisa teve como objetivo evidenciar a dependência econômica das empresas pesquisadas do segmento de serviços educacionais da BM&FBovespa no que se refere ao programa de Financiamento Estudantil – Fies e ao Programa Universidade para Todos – ProUni, bem como os indicadores econômico-financeiros de Estrutura de Capital, de Liquidez, de Rentabilidade - Resultados, e da Participação das Receitas com o Fies e o ProUni no Faturamento Bruto.

O segmento estudado nesta pesquisa é composto por poucas empresas, tendo assim uma grande concentração de mercado, se comparado somente às empresas que negociam ações na BM&FBovespa. Pode-se verificar que a participação do Fies e do ProUni nas receitas, cresceu bastante ao longo do período, partindo em média de 13% em 2011 para 46% em 2015. Isso reflete um alto grau de dependência econômica das instituições em relação a estes recursos, o que pode ser bastante perigoso para estas instituições de ensino superior, tendo em vista um risco mais elevado que aquelas que não estão tão expostas a estes programas.

Podemos observar nesta pesquisa que os indicadores econômico-financeiros das instituições pesquisadas, em alguns casos, alcançaram pouca variação entre elas. Entretanto, em alguns casos houve uma discrepância muito grande, provavelmente fruto das sucessivas aquisições que estas vêm realizando, bem como outras reestruturações, feitas através de fusões e cisões e que podem impactar diretamente nos dados econômico-financeiros das organizações.

É importante ressaltar que das instituições pesquisadas, de acordo com os 14 indicadores escolhidos para a pesquisa, usando como base a média do período analisado, a empresa que apresentou o melhor resultado geral foi a Estácio, alcançando os melhores resultados em 08 (oito) índices pesquisados, sem figurar em nenhum momento como o pior resultado nestes mesmos indicadores citados. Em segundo lugar, podemos identificar o Grupo Ser Educacional, com 04 (quatro) resultados (médias) positivos e também nenhum negativo. Em seguida, a Kroton com dois resultados positivos e sete negativos, e por fim a Anima, com sete resultados negativos (indicadores), e nenhum positivo.

É importante observar também nas tabelas 11 e 12 que a participação dos programas Fies e ProUni, tem ao longo dos últimos anos do período em análise crescido substancialmente, chegando, inclusive, ao patamar de 59,3% da receita do Grupo Ser Educacional em 2015, tornando-se dependente do Fies, o que representa um grande risco, principalmente, devido à fragilidade que existe diante de uma mudança nas regras deste, o que poderia deixar a instituição em uma situação financeira bastante complicada, inclusive com dificuldades no curto e médio prazo, podendo levá-la a insolvência.

Os indicadores econômico-financeiros de estrutura de capital ou endividamento, de liquidez, de rentabilidade ou resultado e da participação do Fies e do ProUni no faturamento das empresas em foco fornecem a situação econômica destas para que possamos analisar a sua evolução, tendo em vista a participação dos programas citados, observando assim que estes resultados são influenciados diretamente por estes programas, por conta da dependência destes programas no faturamento destas instituições de ensino. Desta forma, através destas análises podemos verificar que há uma forte ligação do faturamento destas organizações a estes programas, causando, assim, uma grande dependência crescente destes recursos, partindo em média de 19% no ano de 2011 a 52% no ano de 2015. Este fato expõe todas estas instituições a um grande risco, não somente de um calote, mas também a sua liquidez, que impacta no seu capital de giro, como também no seu endividamento, afetando os seus investidores, e com impacto direto na sua base de alunos e na geração de novas matrículas, sua fonte de receitas.

Como sugestões de pesquisas futuras poderiam ser estudadas quais são as alternativas que as empresas estão adotando tendo em vista este grau de dependência de suas receitas dos programas públicos de incentivo ao ensino superior privado, bem como analisar os efeitos das mudanças nas políticas de concessão de novos financiamentos do Fies e, ainda, o contingenciamento de gastos que afetam o Fies e o ProUni e seus impactos nos resultados.

Referências

- BM&FBOVESPA. **Novo Mercado**. [Internet]. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 05 mar. 2016.
- BOMFIM, P. R. C. M. et al. Utilização de análise multivariada na avaliação do desempenho econômico-financeiro de curto prazo: uma aplicação no setor de distribuição de energia elétrica. **Revista ADM. MADE**, v. 15, n. 1, p. 75-92, 2011.
- BRASIL. Lei nº 10.172, de 9 de janeiro de 2001. Aprova o Plano Nacional de Educação e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 10 jan. 2001a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110172.htm>. Acesso em: 05 mar. 2016.
- BRASIL. Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001. Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao estudante do Ensino Superior e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 13 jul. 2001b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10260.htm>. Acesso em: 05 mar. 2016.
- DIEL, F. J. DIEL, E. H. SILVA, T. P. da. Análise da rentabilidade e o posicionamento do ranking das cooperativas de crédito do Brasil. Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 2013. **Anais...** Rio de Janeiro, ENANPAD, 2013.
- KROENKE, A.; MARCOS, C.; NASCIMENTO, J.C. Desempenho econômico-financeiro das empresas com boas práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 13, 2013, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2013.
- MATIAS, A. B. et al. **Análise financeira fundamentalista de empresas**. São Paulo: Atlas, 2009.
- MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. **Fundo de Financiamento Estudantil**. [Internet]. 2016a. Disponível em <<http://sisFiesportal.mec.gov.br/>>. Acesso em: 05 mar. 2016.
- MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. **PROUNI - Programa Universidade para Todos**. 2016b. [Internet]. Disponível em <<http://siteProUni.mec.gov.br/>>. Acesso em: 05 mar. 2016.
- PIMENTEL, R. C.; BRAGA, R.; CASA NOVA, S. P. de C.. Interação entre rentabilidade e liquidez: um estudo exploratório. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 10, n. 2, p.83-98, 2010.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2000.
- SILVA, F. J. M.; PISCOPO, M. R.; SERRA, F. A. R.. Os impactos da redução do programa de financiamento estudantil - Fies em IES privadas. In: Simpósio Internacional de Gestão de Projetos, Inovação e Sustentabilidade, 4, 2015. **Anais...** São Paulo: UNINOVE, 2015.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa social em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

VOGT, M. et al. Análise dos Fatores que Determinam o Desempenho das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa Pertencentes ao Setor de Consumo Cíclico. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 5, 2014. **Anais...** Santa Catarina: UFSC, 2014.