

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Instituto de Ciências Agrárias
Curso de Graduação em Administração

Gabriely Dias Costa

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS INSTITUIÇÕES DE ENSINO
SUPERIOR LISTADAS NA B3**

Montes Claros
2023

Gabriely Dias Costa

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS INSTITUIÇÕES DE ENSINO
SUPERIOR LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso II apresentado ao curso de Administração da Universidade Federal de Minas Gerais – *Campus* Regional Montes Claros, como requisito parcial para o grau de bacharel em Administração.

Orientador: Profa. Me. Lucineia Lopes Bahia Ribeiro

Montes Claros
2023

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Instituto de Ciências Agrárias
Curso de Graduação em Administração

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS INSTITUIÇÕES DE ENSINO
SUPERIOR LISTADAS NA B3**

Gabriely Dias Costa

Trabalho de Conclusão de Curso II aprovado pela Banca Examinadora constituída pelos membros:

Prof. Dr. André Luiz Mendes Athayde - ICA/UFMG

Profa. Dra. Vanessa Marzano Araújo – ICA/UFMG

Profa. Me. Lucineia Lopes Bahia Ribeiro – Orientador ICA/UFMG

Montes Claros-MG, 8 de dezembro de 2023

A minha família dedico, pois sem o apoio emocional e material nada seria possível. A Deus, pela sua bondade e misericórdia infinita na minha vida e a intercessão constante da virgem Maria. Agradeço também aos meus amigos pelo incentivo, e por sempre me lembrarem do meu potencial.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, expresso minha profunda gratidão a Deus, cujo cuidado e amor sustentaram-me até este momento. Agradeço de coração aos meus pais, Gentil Mendes e Silvia Dias, que inúmeras vezes renunciaram a tantas coisas em prol dos meus sonhos, e por me ensinarem que desistir nunca é uma opção. À minha querida avó Josefa, que sempre cuidou de mim, especialmente em suas orações, agradeço sinceramente por tudo. Ao meu irmão Denisson, que sempre me ensinou e motivou com seu exemplo de obediência e retidão, sou profundamente grata. Expresso minha gratidão ao meu namorado, Carlos Henrique, pelo seu constante cuidado, amor e paciência.

Aos dedicados professores que participaram e contribuíram para a minha formação, agradeço de coração. Cada um de vocês deixou uma marca permanente em minha trajetória. Em especial, à minha estimada orientadora, Professora Lucineia Lopes Bahia Ribeiro, que não mediu esforços para a realização deste trabalho. Sua dedicação e amor inspiram-me como mulher e profissional, e reconheço que meu êxito nesta pesquisa é integralmente devido ao seu apoio incansável.

Aos colegas, agradeço pela amizade, ajuda e compartilhamento de conhecimentos. Em particular, a Tatiane Silva, Kesleen Ryan e Kayo Vinicius, vocês foram verdadeiros parceiros nessa jornada. Aos trabalhadores do ICA, expresso minha gratidão pelo ambiente de aprendizado estimulante que proporcionam, bem como pelo zelo e competência com que desempenham suas atividades. Esta conquista é fruto do esforço coletivo e do apoio generoso que recebi, e por isso serei eternamente grata a cada um que contribuiu para o meu caminho.

Agradeço também ao Dr. Roberto Fully pela disponibilização do acesso a economática para o garimpo dos indicadores e incentivo para a realização da pesquisa voltada ao mercado das IES.

"Buscai, em primeiro lugar, o Reino de Deus e a sua justiça, e todas estas coisas vos serão acrescentadas."

(Mateus 6, 33)

RESUMO

O estudo teve como objetivo analisar os efeitos econômico-financeiros das instituições de ensino superior brasileiras privadas listadas na B3 diante da alteração da legislação do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) em 2017 e durante a pandemia da Covid-19. Por meio da análise de indicadores econômico-financeiros, buscamos obter percepções sobre a estabilidade financeira dessas instituições. Para atingir esse propósito, adotamos uma abordagem metodológica que combina métodos quantitativos, através da estatística descritiva, e métodos qualitativos, por meio de procedimentos de pesquisa documental. A avaliação dos indicadores econômico-financeiros foi conduzida utilizando índices de liquidez, atividade, rentabilidade e endividamento. O período de análise abrangeu os anos de 2012 a 2022, permitindo uma compreensão abrangente da evolução financeira das instituições ao longo do tempo. Durante o período pré e durante a pandemia, observou-se um expressivo aumento nos indicadores de endividamento devido a adaptações necessárias às restrições pandêmicas, incluindo aquisições. Os indicadores de atividade cresceram com o aumento da inadimplência dos alunos. No entanto, os indicadores de rentabilidade e liquidez apresentaram quedas consideráveis, refletindo os impactos financeiros das aquisições e inadimplências. Na análise pós-alteração na lei do FIES em 2017, houve aumento nos indicadores de endividamento e atividade nas IES, atribuído a cortes orçamentários, retenção de repasses e redução de vagas do programa. Isso resultou em quedas nos indicadores de liquidez e rentabilidade, indicando uma dependência financeira das IES em relação ao programa FIES. Ao comparar as IES nos últimos dez anos, revelou que o grupo Cruzeiro do Sul enfrentou resultados menos favoráveis devido a um considerável número de aquisições. Em contrapartida, a Cogna, apesar da menor média de endividamento, enfrentou desafios com alta inadimplência. Já a Yduqs destacou-se com os melhores valores de rentabilidade e liquidez, atribuídos à diversificação estratégica das suas aquisições.

Palavras-chaves: FIES; Covid-19; Indicadores Financeiros, ENADE, Aquisições.

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 - Indicadores de Liquidez.....	20
Quadro 2 – Indicadores de Atividade	22
Quadro 3 - Indicadores de Endividamento.....	23
Quadro 4 -Indicadores de Rentabilidade.....	24
 Tabela 1 - Correlação entre ENADE e Indicadores.....	 42

LISTA DE GRÁFICO

Gráfico 1 - Indicadores de Endividamento (pandemia)	30
Gráfico 2 - Indicadores de Liquidez (pandemia)	31
Gráfico 3 - Indicadores de Atividade (pandemia)	32
Gráfico 4 - Indicadores de Rentabilidade (pandemia)	32
Gráfico 5 - Indicadores de Lucratividade (pandemia)	33
Gráfico 6 - Indicadores de Endividamento (FIES)	34
Gráfico 7 - Indicadores de Liquidez (FIES)	35
Gráfico 8 - Indicadores de Atividade (FIES)	35
Gráfico 9 - Indicadores de Rentabilidade (FIES)	36
Gráfico 10 - Indicadores de Lucratividade (FIES)	37
Gráfico 11 - Indicadores de Endividamento (grupos)	38
Gráfico 12 - Indicadores de Liquidez (grupos)	39
Gráfico 13 - Indicadores de Atividade (grupos)	39
Gráfico 14 - Indicadores de Rentabilidade (grupos)	40
Gráfico 15 - Indicadores de Rentabilidade (grupos)	41

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

DFC	Demonstrativo de Fluxo de Caixa
DLPA	Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DRA	Demonstração do Resultado Abrangente
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
EAD	Ensino a Distância
ENADE	Exame Nacional de Desempenho de Estudantes
FIES	Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IES	Instituições de Ensino Superior
INEP	Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira
LOA	Lei Orçamentária Anual
MEC	Ministério da Educação
OMS	Organização Mundial de Saúde
ONU	Organização das Nações Unidas
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
ROA	Rentabilidade do Ativo
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROIC	Retorno sobre o Capital Investido

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 As Instituições de Ensino Superior Privadas	17
2.2 Análise de Demonstrações Contábeis	18
2.3 Os Indicadores Econômicos Financeiros	19
2.3.1 Indicadores de Liquidez	20
2.3.2 Indicadores de Atividade	21
2.3.3 Indicadores de Endividamento	22
2.3.4 Indicadores de Rentabilidade	23
2.4 Reorganização Societária	24
2.5 Estudos Anteriores	25
3 METODOLOGIA	28
3.1 Caracterização da pesquisa	28
3.2 População e amostragem	28
3.3 Técnicas de coleta de dados	29
3.4 Técnicas de análise de dados	29
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO	30
4.1 Estatística descritiva: analisando a pandemia	30
4.2 Estatística descritiva: analisando o FIES	34
4.3 Estatística descritiva: comparação entre os grupos	38
4.4 Correlação entre os indicadores e o ENADE	41
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
REFERÊNCIAS	45

1 INTRODUÇÃO

O Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) é um programa do governo brasileiro destinado a oferecer financiamento para estudantes que desejam cursar o ensino superior em instituições privadas. Ele foi criado em 1999, através da Medida Provisória 1827/99, Lei 10.260/2001 e regulamentado pelas Portarias Ministeriais nº 860/99 e nº 1386/99, além da Resolução CMN 2647/99. Houve mudanças significativas ao longo dos anos no programa e a mais recente foi através da Lei 13.530/2017, que reformula o Fundo de Financiamento Estudantil (Fies) que possui alterações nas taxas de juros, prazos de carência e amortização, e nos requisitos de renda para os candidatos (Brasil, 2017).

Até o primeiro semestre de 2015, o processo de acesso ao financiamento estudantil era simplificado, permitindo que os estudantes se inscrevessem no sistema do MEC em qualquer período do ano. Após preencher um cadastro com informações pessoais e financeiras, indicando a instituição e curso desejados, o estudante se dirigia à instituição de ensino escolhida. Após a validação das informações, formalizava o contrato com o agente financeiro (banco). No segundo semestre de 2015, novos critérios foram implementados, incluindo a exigência de uma pontuação mínima de 450 pontos na média do Enem e nota diferente de zero na redação. Outras mudanças ocorreram, como a oferta de vagas de acordo com a previsão na Lei Orçamentária Anual (LOA), concessão do financiamento a estudantes com renda familiar mensal bruta per capita de até dois e meio salários mínimos, priorização de cursos com conceitos positivos no Sinaes, e ênfase na oferta de financiamento para cursos nas áreas de formação de professores, saúde e engenharias (Almeida Junior; Pedrosa, 2018).

No atual processo de seleção, os estudantes se inscrevem e competem por uma vaga com base nas notas do Enem. Durante a inscrição, os estudantes podem fazer escolhas específicas, como estado, município, curso, conceito de curso, área e subárea de conhecimento. Nesse processo, eles definem o curso e a instituição desejados, recebendo no próprio sistema informações transparentes sobre os valores globais do curso, comparativos com outras opções, mensalidades, parcelas, juros, qualidade do curso escolhido e o número de vagas disponíveis (Almeida Junior; Pedrosa, 2018).

Os processos de adesão das instituições e seleção dos estudantes no Novo Fies envolvem duas modalidades: o FIES e o P-FIES. O FIES é a modalidade tradicional, na qual o financiamento é oferecido diretamente pelo governo federal, com juros relativamente baixos. Já o P-FIES é uma modalidade na qual os recursos são provenientes de instituições financeiras privadas, e os juros e condições variam de acordo com a oferta das instituições. Para se

candidatar ao FIES, os estudantes devem atender a critérios de renda familiar e desempenho acadêmico. Além disso, é necessário que a instituição de ensino em que desejam estudar esteja cadastrada no programa (Brasil, 2023).

O FIES é um programa crucial de inclusão social, desempenhando um papel fundamental na concretização do direito à educação. Ele não apenas beneficia estudantes carentes, mas também alcança um mérito não previsto, possibilitando o acesso ao ensino superior para pessoas fora da faixa etária regular (Almeida, 2015). Conforme apontado pela pesquisa conduzida por Custodio e Braga (2023) com base nos dados do INEP, observou-se um crescimento constante nas taxas de desistência no ensino superior, especialmente relacionadas ao FIES, no período de 2015 a 2019. Este cenário revelou-se um desafio significativo para a efetivação da tão buscada democratização do acesso ao ensino superior, tornando-se, ademais, motivo de desencanto diante da persistência de fatores discriminatórios, como gênero, raça, etnia e classe social.

Conforme ressaltado por Oliveira (2023), o FIES desempenha um papel crucial para as instituições de ensino superior privadas ao servir como uma ferramenta essencial na captação de matrículas, especialmente entre o público de baixa renda, historicamente excluído devido à incapacidade de arcar com as mensalidades. Durante o intervalo de 2013 a 2016, algumas dessas instituições registraram notáveis taxas de ingressantes por meio do programa, alcançando percentuais expressivos de 60% a 70%, o que correspondia a aproximadamente 40% a 50% de suas receitas mensais.

Entretanto, segundo Silva, Piscopo e Serra (2015), as restrições impostas pelo MEC ao programa de financiamento estudantil FIES tiveram implicações financeiras no mercado de educação superior, induzindo os participantes a adotar medidas estratégicas, incluindo a redução de custos, como uma estratégia fundamental para a sobrevivência e adaptação ao cenário competitivo.

Além das transformações enfrentadas pelo FIES, as instituições de ensino superior foram confrontadas com os desafios impostos pela pandemia. No final de dezembro do ano de 2019, a Comissão Municipal de Saúde de Wuhan comunicou a Organização Mundial da Saúde (OMS) o surgimento de casos de uma grave pneumonia, que ainda possuía uma origem desconhecida. Dias após, no início de janeiro de 2020, foi confirmado pelos cientistas o surgimento de um novo coronavírus que tinha alta velocidade de transmissão e um número significativo de letalidade. Rapidamente, a COVID-19 se espalhou pelo mundo e, no Brasil, o primeiro caso foi confirmado no final de fevereiro pelo ministério da saúde. Diante de um cenário de crescente número de casos, a Organização Mundial da Saúde (OMS) declara

pandemia da COVID-19. Essa declaração surge a partir de um cenário de 114 países que já possuíam a infecção, com um número de 118.319 casos confirmados e 4.292 óbitos causados pela doença. (Who, 2020).

Para enfrentamento da pandemia, diversos países adotaram medidas de restrição com o intuito de controlar e diminuir a transmissão do vírus. O Brasil também adotou algumas medidas como o isolamento de casos, adoção ao uso de máscaras faciais, o distanciamento social, que incluiu o fechamento de escolas e universidades, bem como a proibição de eventos de massa e de aglomerações e a restrição de viagens e transportes públicos (Aquino *et al.*, 2020). Por conta dessas medidas adotadas diversos países, inclusive o Brasil, vivenciaram consequências de natureza econômica, social e política que afetaram negativamente a economia mundial (Amitrano; Magalhães; Silva, 2020).

O Ministério de Educação (MEC) determinou pela portaria nº 343 no dia 17 de março de 2020 (Brasil, 2020), a suspensão das aulas presenciais de toda rede de ensino por aulas em meios digitais. A partir dessa nova realidade, as instituições de ensino superior (IES) tiveram que aderir ao novo formato de maneira rápida, sobretudo as instituições de ensino privado presenciais, que nesse cenário havia maiores possibilidades dos estudantes abandonarem os cursos, trancarem a matrícula, ou substituírem por cursos na modalidade de Ensino a Distância (EAD), principalmente por serem de menor custo (Volpato, 2022). A transição das atividades para os ambientes virtuais não ocorreu de forma uniforme no setor, pois as IES que já ofereciam cursos em EAD migraram, de forma quase imediata, do ensino presencial para o uso de ambientes virtuais. O mesmo não aconteceu com as IES que atuam exclusivamente com o ensino presencial (Silva Junior; Silva; Martins-Silva 2022).

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mostra que o número de alunos matriculados em instituições de ensino superior privadas caiu 7,12% no ano de 2021. No primeiro trimestre de 2022, houve também uma queda de 4,3% em relação ao primeiro trimestre de 2021. Além do crescimento da taxa de evasão por parte dos alunos nas IES, foi identificado através de dados levantados pelo Semesp (2022) um aumento na taxa de inadimplência em 2020. Observou-se ainda, na mesma pesquisa realizada pelo Semesp (2022), uma queda em 2021 e em 2022, porém, nos cursos de EAD, a taxa de inadimplência voltou a subir no primeiro semestre de 2022.

Além da sua importância para o mercado de trabalho, as IES apresentam relevância social, como afirmou o secretário-geral da ONU, António Guterres “a educação é a chave para o desenvolvimento pessoal e o futuro das sociedades. [...] É o alicerce das sociedades informadas e tolerantes e o principal impulsionador do desenvolvimento sustentável” (ONU,

2020 n.p.). Por esse motivo, o setor de educação superior foi escolhido para realização da análise, pois a sua atuação na formação educacional e profissional de estudantes tem o potencial de influenciar o futuro de um país emergente como o Brasil (Lima *et al.*, 2015).

Um estudo realizado sobre o efeito da covid-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras, observou que houve impacto no valor de mercado das empresas sob estudo no mês de março de 2020, resultando em perdas significativas de R\$ 800 bilhões. Contudo, perceberam que essas perdas não foram uniformes, variando consideravelmente entre os setores e as empresas em análise. No geral, as empresas identificaram e relataram 400 efeitos distintos da pandemia em suas operações, destacando-se, entre eles, a incerteza nas projeções, a queda da demanda e o aumento da inadimplência (Avelar *et al.*, 2020).

Para realização da análise, foram escolhidos cinco grupos de ensino superior com capital aberto na B3 que são: Ânima, Kroton, Ser Educacional, Cruzeiro do Sul e Yduqs. O total de alunos desses grupos juntos possuem cerca de 35% do mercado privado (ANUP, 2021). A partir dos resultados provenientes dessa amostra pode-se levantar reflexões do ponto de vista econômico-financeiro, social e político que contribui para o meio acadêmico, empresarial e para formuladores e implementadores de políticas públicas (Silva Junior; Silva; Martins-Silva, 2022).

Outro aspecto justificável para realização desse estudo está baseado na representatividade que as IES possuem no mercado. Os cinco grupos escolhidos para realizar a pesquisa, somando suas receitas líquidas do último trimestre de 2022, representam aproximadamente 2,8 trilhões de reais. A Ânima faturou 910 milhões (Anima, 2022), a Yduqs teve um faturamento de 1,134 milhão (Yduqs, 2022), a Cruzeiro do Sul obteve 536,9 milhões (Cruzeiro do Sul, 2022), a Ser Educacional faturou 464,2 milhões (Ser educacional, 2022) e a Kroton (Conga) 927 milhões (Conga, 2022).

A presente pesquisa teve como norteio a problemática: Quais os efeitos econômico-financeiros nas Instituições de Ensino Superior listas na B3 diante da alteração do FIES e pandemia do COVID-19?

O objetivo geral deste estudo foi, portanto, analisar os efeitos econômico-financeiros das instituições de ensino superior brasileiras privadas listadas na B3 diante da alteração do FIES e durante a pandemia da Covid-19. E para alcançar esse objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos: a análise dos indicadores de liquidez, os indicadores de atividades, os indicadores de endividamento e de estrutura de capital, e os indicadores de lucratividade e rentabilidade; comparar os indicadores antes e depois da alteração do FIES,

comparar os indicadores antes e durante a pandemia da Covid-19, e verificar se existe correlação entre os indicadores e as notas do Exame Nacional de Desempenho de Estudantes (ENADE).

A Lei 10.861, de 14 de abril de 2004 (Brasil, 2004), estabeleceu o Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior (SINAES). Esse sistema concentra-se em três componentes principais: a avaliação das instituições, dos cursos e do desempenho dos estudantes. Estas avaliações consideram diversas condições de ensino, sobretudo aquelas relacionadas ao corpo docente, às instalações físicas, ao projeto pedagógico e aos resultados dos alunos no Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (ENADE) (Mendes; Dutra, 2019).

O Exame Nacional de Desempenho de Estudantes (ENADE) é uma avaliação aplicada pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), vinculado ao Ministério da Educação (MEC) do Brasil. Ele é aplicado ciclicamente, a cada três anos, para diferentes áreas do conhecimento. Durante a realização do exame, os estudantes respondem a uma prova que avalia seus conhecimentos sobre conteúdos específicos de suas áreas de estudo, além de questões relacionadas à formação geral (Brasil, 2023).

O ENADE não apenas avalia e acompanha o progresso acadêmico dos estudantes em relação aos conteúdos programáticos do curso de graduação, mas também avalia suas habilidades de adaptação às demandas em constante evolução do conhecimento. Além disso, examina as competências dos alunos para compreender questões que vão além do escopo específico de suas profissões, relacionadas à realidade tanto nacional quanto global, e a outras áreas do conhecimento. Juntamente com os testes de conhecimento, os alunos respondem a questionários que buscam entender a percepção sobre o exame, assim como aspectos do perfil socioeconômico e educacional do aluno (Silva, 2012).

A avaliação do ENADE é importante não apenas para os estudantes, mas também para as instituições de ensino superior, uma vez que os resultados do exame são utilizados para compor o Conceito Preliminar de Curso (CPC) e o Índice Geral de Cursos (IGC), que são indicadores de qualidade das instituições e cursos. Essas avaliações têm impacto na regulação e supervisão do ensino superior e podem influenciar o financiamento e credenciamento das instituições (Brasil, 2018).

Este estudo está dividido em cinco seções. Após esta introdução inicial, a próxima seção fornecerá a base teórica da pesquisa, explorando o histórico do Ensino Superior Privado no Brasil e a entrada desse setor na B3. Ademais, serão abordadas a análise das Demonstrações Contábeis, a definição e aplicação dos indicadores financeiros, aspectos relacionados a

reorganização societária, bem como estudos anteriores que trataram do mesmo tema ou tópicos similares.

Na sequência, serão apresentados os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa, incluindo a caracterização do estudo, a descrição da população e amostragem, o instrumento de coleta de dados e as técnicas de análise de dados utilizadas. Por último, os resultados empíricos serão expostos e discutidos à luz da teoria, seguidos por considerações finais que incluirão sugestões para estudos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 As Instituições de Ensino Superior Privadas

O ensino superior privado no Brasil ganha força a partir de uma demanda que se tinha por parte dos estudantes que não conseguiam vagas nas universidades públicas e que questionavam os governos pela falta de oportunidades para estudar (Rodrigues, 2011). No ano de 1977 com a criação da Lei 9394/96 que possibilitou a existência de IES com finalidades lucrativas, surgem, no Brasil, grupos educacionais de capital aberto, assim como instituições pertencentes a grupos financeiros e instituições estrangeiras (Bottoni *et al.*, 2013). A partir daí observa-se uma grande expansão do ensino privado, registrando-se significativo aumento no número de matrículas no ensino superior brasileiro (Agapito, 2016; Bottoni *et al.*, 2013).

Devido ao processo de expansão no número de IES privadas, a educação superior chegou ao mercado de capitais por meio de processo de Oferta Pública Inicial (em inglês IPO), realizado primeiro pelas companhias Estácio Participações S.A., Anhanguera Educacional S.A e Kroton Educacional S.A. no ano de 2007 junto à antiga Bolsa de Mercadorias e Futuros Bovespa (BM&FBovespa). Esse processo é responsável por transformar uma companhia de capital fechado em uma empresa de capital aberto, com ações negociadas na bolsa. Nos anos seguintes, novos IPO foram realizados com a listagem da GAEC Educação S.A. (Ânima), da Ser Educacional S.A. e Cruzeiro do Sul Educacional S.A. Em 2013, a Anhanguera Educacional S.A. foi adquirida pela Kroton Educacional S.A. (Silva Junior *et al.*, 2021).

Em 2020 o mercado de capitais brasileiro conta com cinco instituições de ensino superior de capital aberto, que são Ânima, Cogna, Ser Educacional, Cruzeiro do Sul e Yduqs. O grupo Ânima teve início em 2003 com o Centro Universitário UNA em Belo Horizonte que após uma série de aquisições de outras instituições abriu o capital no ano de 2013. Seu mercado

de atuação é nos estados de Minas Gerais, São Paulo, Santa Catarina, Paraná, Goiás, Bahia e Sergipe que soma cerca de 140 mil estudantes (Ânima, 2020).

A Cogna iniciou em 1966 em Belo Horizonte com cinco colegas que iniciaram o curso pré-vestibular Pitágoras com 35 alunos. Após transformar-se em colégio e expandir as suas unidades e número de alunos, no ano de 2000 foi fundada a Faculdade Pitágoras e em 2007 entrou na Bolsa de Valores de São Paulo, sendo dada a sua expansão por aquisições de outras instituições e a fusão no ano de 2014 com a Ananhanguera, sua principal concorrente à época. Em 2020 contava com 1.455.000 alunos, sendo que aproximadamente 74% matriculados em cursos de graduação e pós-graduação presencial e a distância. A companhia está presente em todos os Estados do Brasil e possui 125 unidades de ensino superior e 726 polos ativos de graduação de ensino a distância (Cogna, 2020).

O Grupo Ser Educacional iniciou em 1993, na cidade de Recife, com cursos preparatórios para concursos com o Complexo Educacional Bureau Jurídico. Com o desenvolvimento dos cursos, em 2003, a Faculdade Maurício de Nassau iniciou as atividades. Após aquisições de outras IES e transformar-se em Centro Universitário, em 2013 abriu seu capital. O Grupo possui mais de 300 mil alunos (Ser Educacional, 2021).

O Grupo Cruzeiro do Sul teve início em 1965 com o Colégio Cruzeiro do Sul, e hoje possui 14 instituições de ensino superior e 5 de educação básica, com um total de 388 mil alunos. Sua sede encontra-se em São Paulo. Ela vem investindo pesado na expansão e fortalecimento da sua marca, agregando instituições com presença regional forte e estratégica em várias localidades do país. Assim, atua em todos os níveis de ensino, da Educação Infantil à Pós-graduação, com cursos presenciais e a distância que possui mais de 1000 Polos em todo o território nacional. Sua abertura de capital aconteceu em 2020 sendo a mais recente a entrar no mercado de ações (Cruzeiro do Sul, 2022).

O Grupo Ydugs, conhecida até o ano de 2019 como Estácio de Sá, foi fundada em 1970 no Rio de Janeiro. Após aquisições de outras IES, em 2007 abriu seu capital. Com mais de 600 polos EAD em todo país e 1,3 milhão de alunos, sendo assim o maior grupo de ensino superior do Brasil (Ydugs, 2021).

2.2 Análise das Demonstrações Financeiras

Existe uma necessidade no âmbito dos negócios de compreender os objetivos, atividades, os resultados das empresas, e as condições e fatores que os influenciam (Silva, 2012). É a partir das demonstrações financeiras de uma empresa, que é possível extrair

informações sobre sua posição econômica e financeira. São essas informações que possuem importância para auxiliar no processo de tomada de decisão (Assaf Neto, 2020).

As demonstrações financeiras têm o objetivo de fornecer informações úteis para os seus sócios ou acionistas, governo, investidores, dentre outros usuários. Para a realização de uma análise financeira de uma empresa é utilizado informações obtidas em suas demonstrações financeiras e o conhecimento que se tem da empresa e do segmento que ela atua (Silva, 2012). São as demonstrações financeiras que devem representar a posição patrimonial e financeira das entidades, apresentando os principais fatos que causam modificações no patrimônio das empresas em determinado período (Iudícibus, 2017).

De acordo com a redação original da Lei das Sociedades por Ações, a Lei 6.404/1976, no artigo 176, especifica quais demonstrações são obrigatórias as publicações em cada exercício social. São obrigatórias as publicações do Balanço Patrimonial; da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE); da Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA); da Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL); da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC); e da Demonstração do Resultado Abrangente (DRA). (Brasil, 1976). Posteriormente, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e as Notas Explicativas incluídas no referido artigo, respectivamente pelo inciso 5º da lei 11.638/2007, e pelo parágrafo 5º da lei 11.941/2009.

2.3 Os Indicadores Econômicos Financeiros

A partir da análise dos índices econômico-financeiros que é possível extrair informações como tendências, o que aconteceu no passado, e fazer comparações dos índices econômico-financeiros com padrões preestabelecidos. Uma das principais finalidades dessa análise é poder fornecer informações mais específicas do que se pode acontecer no futuro. O período que foi realizada esta análise e a quantidade de índices que foram analisados, dependeram dos objetivos a que se destinaram e o quão profunda foi a análise (Assaf Neto, 2020).

A seguir serão delineados os conceitos e a metodologia de cálculo de cada um dos indicadores financeiros escolhidos para este estudo, a saber: Indicadores de Liquidez, Indicadores de Atividade, Indicadores de Endividamento e Indicadores de Rentabilidade.

2.3.1 Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez são projetados para medir a capacidade de pagamento de uma empresa (folga financeira), ou seja, sua capacidade de cumprir adequadamente os passivos assumidos (Assaf Neto, 2021). Esta capacidade de pagamento pode ser avaliada considerando: longo prazo, médio prazo ou curto prazo (Marion, 2012). Quando realiza o cálculo dos índices de liquidez é possível avaliar se a empresa consegue ou não cumprir suas obrigações baseado no número 1. Se o indicador financeiro for maior que 1, indica que a entidade possui mais direitos do que obrigações e boa liquidez. Caso contrário, e o indicador é menor que 1, quer dizer que a liquidez é ruim devido a ter mais obrigações do que direitos (Hernandez, 2015).

Os indicadores de liquidez são divididos em quatro que são: liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata e liquidez geral. A liquidez corrente refere-se à relação entre o ativo circulante e o passivo circulante, ou seja, de 1 real aplicado em ativos e direitos circulantes (basicamente recebíveis e estoques disponíveis) até quanto a empresa deve no curto prazo (repetidos a pagar, impostos sobre dividendos, contribuições sociais, empréstimos de curto prazo, etc.) Para a análise de curto prazo da empresa, baixa liquidez de estoques e baixas despesas esperadas, foi criado o indicador de liquidez seca, que é a relação entre os ativos circulantes mais líquidos (disponíveis, recebíveis e aplicações financeiras de curto prazo) e o passivo circulante total. Esse indicador indica o percentual da dívida de curto prazo que pode ser resgatada com a utilização de ativos líquidos mais líquidos (Assaf Neto, 2021).

Quadro 1 - Indicadores de Liquidez

Variável	Fórmula
Liquidez Corrente	$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Seca	$LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Geral	$LG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
Liquidez Imediata	$LI = \frac{\text{Caixa} + \text{Bancos} + \text{Aplicações de curtíssimo prazo}}{\text{Passivo Circulante}}$

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Marion (2012) e Iudicibus (2017)

Ainda sobre o mesmo autor, Assaf Neto (2021), o indicador de liquidez imediata é obtido pela relação entre o passivo disponível existente e o passivo circulante. Ele reflete o percentual da dívida de curto prazo (passivo circulante) que uma empresa pode pagar imediatamente com base em seu caixa e equivalentes de caixa. Obviamente, quanto maior o

índice, mais recursos disponíveis a empresa detém. E o indicador de liquidez geral descreve a saúde financeira de longo prazo de uma empresa. Do mesmo modo que as outras medidas de liquidez, a importância dessa medida para análise da folga financeira pode ser prejudicada se os prazos dos ativos e passivos considerados no cálculo forem muito.

2.3.2 Indicadores de Atividade

Os indicadores de atividade são projetados para medir diferentes durações do “ciclo operacional”, que envolve todas as etapas típicas das operações de uma empresa, desde a aquisição de insumos básicos ou mercadorias até o recebimento das vendas. Para reduzir esse período e, portanto, a necessidade de investimento, as empresas costumam usar condições de pagamento para compra de estoque e desconto bancário para duplicatas vendidas a crédito (Assaf Neto, 2021). O índice de atividade pode ser definido como um quociente que representa a taxa de atualização de importantes elementos patrimoniais por um tempo (Iudícibus, 2017). Esses indicadores são divididos em três, que são: prazo médio de estocagem, prazo médio de pagamento a fornecedores e prazo médio de cobrança.

O prazo médio de estocagem indica quantos dias, em média, ficam armazenados os produtos na empresa antes de serem vendidos (Silva, 2012). Quanto maior o índice, mais tempo os diferentes produtos estarão em estoque e, portanto, maior a necessidade de investimento em estoque. Períodos de armazenamento mais longos exigem maior investimento no ativo, o que constitui um fator que reduz seu retorno (Assaf Neto, 2021). O prazo médio de pagamento a fornecedores é o indicador que é calculado com o intuito de identificar quantos dias em média a empresa demora para pagar seus fornecedores (Silva, 2012). Desde que o custo da parcela não ultrapasse a taxa de inflação, é tentador para as empresas oferecer prazos de pagamento mais longos. Com isso, as empresas podem atender suas necessidades de capital de giro com recursos de menor custo (Assaf Neto, 2021). O autor Assaf Neto (2021) ainda define o índice de prazo médio de cobrança, onde revela o tempo médio (meses ou dias) que uma empresa conta para receber as vendas a prazo. Deve-se notar que a empresa deve encurtar o prazo de entrega tanto quanto possível. Com isso, você poderá reservar recursos para outras aplicações mais rentáveis por mais tempo e aumentar o giro de seus ativos.

Quadro 2 – Indicadores de Atividade

Variável	Fórmula
Prazo Médio de Estocagem	$\text{PME} = \frac{\text{Estoque Médio}}{\text{Custo dos Prod. Vendidos}} \times 360$
Prazo Médio de Cobrança	$\text{PMC} = \frac{\text{Valores a Receber Provenientes de Vendas a Prazo (Média)}}{\text{Vendas Anuais a Prazo}} \times 360$
Relação Capital de Terceiros/Capital Próprio	$\text{RCT/CP} = \frac{\text{Exigível Total (Passivo Circ.+ Exigível a Longo Prazo)}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Imobilização de Recursos Permanentes	$\text{IRP} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Exigível a Longo Prazo + Patrimônio Líquido}}$

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Marion (2012); Iudicibus (2017) e Assaf Neto (2021)

2.3.3 Indicadores de Endividamento

Esses indicadores são usados principalmente para avaliar a composição (estrutura) dos recursos de financiamento passivo de uma empresa. Assim, estes mostram como as empresas utilizam os recursos externos e suas respectivas participações em relação ao patrimônio. Eles também proveem um componente para avaliar a extensão das obrigações financeiras de uma empresa para com seus credores e sua capacitância de cumprir suas obrigações financeiros de longo prazo (Assaf Neto, 2021). São divididos em quatro tipos que são: participação de capitais de terceiros (endividamento), composição do endividamento, imobilização do patrimônio líquido e imobilização dos recursos não correntes.

O indicador de participação de capitais de terceiros revela quanto uma empresa pegou de recursos de terceiros para cada R\$ 100 de capital próprio que foi investido (Matarazzo, 2019). Ele retrata o quanto existe de dependência da empresa quanto aos recursos de terceiros (Silva, 2012). Após a identificação do quanto que existe de participação de capitais de terceiros, é necessário identificar qual é a composição dessas dívidas, e para isso calcula-se o indicador de composição do endividamento. Esse indicador revela qual é o percentual de obrigações a curto prazo em relação às obrigações totais. O indicador de imobilização do patrimônio líquido demonstra o quanto a empresa aplicou em seu ativo permanente para cada R\$ 100 do seu patrimônio líquido. E o indicador de Imobilização dos Recursos não Correntes revela o quanto a empresa aplicou no seu Ativo Permanente. Todos esses indicadores quanto menores for o resultado melhor será para a empresa (Matarazzo, 2019).

Quadro 3 - Indicadores de Endividamento

Variável	Fórmula
Participação de Capitais de Terceiros sobre os Recursos Totais.	$PCRT = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Capital de Terceiros} + \text{Capital Próprio}}$
Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros	$GCPCT = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Capital de Terceiros}}$
Composição do Grau de Endividamento	$CGE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Exigível Total}}$
Indicador de Imobilizado do Patrimônio Líquido	$IPL = \frac{\text{Investimento} + \text{Imobilizado} + \text{Intangível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Imobilizado dos recursos não correntes	$IRNC = \frac{\text{Investimento} + \text{Imobilizado} + \text{Intangível}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível}}$

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Marion (2012) e Iudicibus (2017)

2.3.4 Indicadores de Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade mostram a rentabilidade do capital investido, ou seja, quanto o investimento gerou e, portanto, o grau de sucesso econômico da empresa. Ele demonstra o quanto a empresa vendeu por \$ 1,00 do investimento total, portanto, quanto maior o resultado, melhor (Matarazzo, 2019). Determina o retorno total do investimento, o retorno sobre a vida e o retorno sobre o patrimônio. Não é apenas uma avaliação da produtividade, mas sobretudo uma avaliação da rentabilidade do negócio e da eficiência total da gestão do investimento (Silva, 2017). Os indicadores de rentabilidade são divididos em quatro tipos, segundo Assaf Neto (2021), que são: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o investimento (ROI), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e rentabilidade de vendas.

O ROA demonstra o retorno do investimento total que a empresa faz no ativo. O retorno sobre o investimento pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa pode incorrer para levantar capital (Assaf Neto, 2021), ou seja, o quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de investimento total feito (Matarazzo, 2019). O ROI representa a relação entre os resultados de uma unidade econômica e a quantidade de recursos nela investidos (Bruni, 2014). Este indicador financeiro mostra o retorno sobre os ativos em percentual, e o período de recuperação dos investimentos realizados nos negócios da empresa (Assaf Neto, 2020). O indicador ROE revela o quanto os acionistas ou proprietários estão obtendo a partir de seus investimentos na empresa (Silva, 2012). Pode ser definido também como o quanto a empresa obteve de lucro para cada R\$ 100 de capital próprio investido (Matarazzo, 2019). E o indicador de rentabilidade de vendas mede a eficiência da empresa no lucro das vendas. Pode ser calculado operacionalmente e como valor líquido, caso em que são

chamados de margem operacional e margem líquida. A grande importância destes índices do ponto de vista da análise econômico-financeira, está, sobretudo nas várias explicações sucessivas da atividade empresarial que podem ser desenvolvidas com o seu auxílio (Assaf Neto, 2021).

Quadro 4 -Indicadores de Rentabilidade

Variável	Fórmula
Taxa de Retorno sobre o Investimento	$ROI = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Giro de Ativo	$GA = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo}}$
Margem Líquida	$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Marion (2012) e Iudicibus (2017)

2.4 Reorganização Societária

Com a influência da globalização, as estruturas organizacionais estão em constante evolução em diversas áreas. Para satisfazer as demandas em constante mudança dos consumidores, é essencial identificar estratégias capazes de reduzir os riscos econômicos comuns a qualquer empreendimento e garantir sua permanência no mercado. A reorganização societária surge como uma das possibilidades estratégicas para atingir tais objetivos (Moreira; Vieira, 2018).

Entre as principais formas de reorganização societária encontram-se a fusão, cisão, transformação e incorporação, todas reguladas pela Lei nº 6.404/76, e suas atualizações, no contexto das sociedades anônimas (Brasil, 1976). Estas estratégias possibilitam a elisão fiscal, uma maneira legal de reduzir a carga tributária, em contraste com a evasão fiscal, considerada por vários estudiosos como uma ação, ou omissão, ilegítima e ilegal, realizada com o propósito de evitar, diminuir ou retardar o pagamento de tributos (Moreira; Vieira, 2018).

Conforme Teixeira (2015), a Reorganização Societária é um processo de transformação ao qual as empresas são compelidas a passar em decorrência da dinâmica das atividades econômicas. Dentre os motivos que impulsionam essas mudanças, estão questões como desafios econômicos, incorporação de novas tecnologias, aprimoramento na gestão, produção ou comercialização de produtos, bem como estratégias de Planejamento Tributário, entre outros.

2.5 Estudos Anteriores

A seguir, serão apresentados estudos que buscaram analisar os impactos causados pela covid-19 nos indicadores econômico-financeiros em diversos segmentos econômicos.

Costa, Pereira e Lima (2020) analisaram os impactos da pandemia da covid-19 nos indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de produtos de higiene e limpeza listadas na B3, que foram a Bombril S.A. e Natura Cosméticos S.A. Coletaram os dados na base da plataforma Economatica®, abrangendo indicadores econômico-financeiros relacionados à liquidez, estrutura de capital e rentabilidade. Na análise de dados, foram empregadas técnicas estatísticas descritivas e o teste de média. Realizaram também uma análise de conteúdo através das notas explicativas e do Relatório de Administração divulgados nas demonstrações contábeis. Os autores concluíram que ambas as empresas têm apresentado prejuízos em seus resultados, impactando negativamente os índices, porém a análise dos indicadores de rentabilidade revela que o aumento das vendas durante a pandemia influenciou positivamente os índices de ambas as empresas. Pois, a Bombril realocou itens como álcool em gel em sua linha de produção, enquanto a Natura aumentou a produção de sabonetes e higienizadores, resultando em uma expansão na receita líquida de vendas para ambas as companhias.

Massoquetto, Souza, Garcia e Santos (2022) investigaram o impacto da pandemia de covid-19 nos indicadores financeiros das empresas do setor de consumo cíclico listadas na B3. Realizaram uma pesquisa quantitativa utilizando dados fornecidos por vinte e nove empresas de serviços cíclicos listadas na B3. Os indicadores econômico-financeiros analisados trimestralmente foram liquidez seca, imediata, corrente, receita bruta e endividamento, enquanto os indicadores anuais foram lucratividade e rentabilidade sobre o ativo (ROA). Os dados públicos da B3 foram examinados utilizando o teste de hipóteses não paramétrico de Wilcoxon. Eles concluíram que os indicadores de liquidez e de rentabilidade não apresentaram variações significativas, possivelmente devido às adaptações nas estratégias de comercialização e consumo. Porém, a receita bruta e o endividamento mostraram oscilações em determinados trimestres.

Colares, Gouvêa e Costa (2021) tiveram o objetivo de identificar os impactos operacionais, econômicos e financeiros relacionados a pandemia da covid-19 no setor de construção civil. E fizeram isso por meio da avaliação do desempenho econômico-financeiro de trinta e quatro empresas listadas na B3, no período entre 2018 e 2020. Também realizaram cinco entrevistas com profissionais do setor. Chegaram à conclusão que a construção civil não

foi significativamente afetada pela pandemia. Que a atuação em projetos de longo prazo, com obras já em andamento, contribuiu para a estabilidade, mantendo empregos e sustentando a economia. Embora as cotações das ações tenham sido impactadas no primeiro trimestre devido à incerteza do mercado, houve uma recuperação gradual ao longo de 2020.

Costa (2021) examinou o impacto da pandemia de Covid-19 no desempenho das empresas brasileiras listadas no mercado de capitais, utilizando quatro indicadores, que foram: Giro do Ativo, ROA, ROE e Margem Líquida. A pesquisa, baseada em dados anuais de 2019 e 2020 da plataforma Compustat Global, empregou estatísticas descritivas e teste de hipótese. Os resultados destacaram que apenas a Margem Líquida apresentou melhora durante a pandemia, embora as empresas não tenham gerado lucro líquido em ambos os períodos. Além disso, o teste de hipóteses não revelou diferenças estatisticamente significativas entre as médias dos indicadores escolhidos.

Cardoso e Tristão (2021) realizaram uma análise sobre o desempenho dos indicadores econômico-financeiros e o retorno das ações da rede de Hotéis Othon, uma empresa inserida no setor hoteleiro, durante o período da pandemia. Para realização da pesquisa utilizaram dados coletados na Economatica® e na B3. Os dados analisados foram do período de 2016 a 2020. Os resultados apontaram para a constatação de que a empresa já enfrentava desafios em períodos anteriores à pandemia, os quais foram agravados a partir do início da crise. Levando a empresa a maior dependência em recursos de terceiros.

Oliveira (2021) conduziu um estudo para analisar o impacto da pandemia na situação econômico-financeira de empresas de capital aberto listadas na B3, divididas em 10 setores, totalizando 138 empresas. Os dados abrangem os semestres de 2019 a junho de 2021 e a análise incluiu indicadores de liquidez, estrutura de capital e rentabilidade. Os resultados indicaram variações positivas nos indicadores de liquidez, com destaque para o setor de Comunicações e negativo para o setor de Tecnologia. Quanto à estrutura de capital, houve polaridade nos resultados, destacando melhorias nos setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e Tecnologia. Por fim, os indicadores de rentabilidade apresentaram várias alterações, com todos os setores registrando pelo menos uma variação negativa, sendo os setores de Comunicações, Saúde e Utilidade Pública os únicos com variações negativas em todos os indicadores.

Cardoso (2022) analisou o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na B3 antes e durante a pandemia de Covid-19. Utilizando uma abordagem descritiva e quantitativa, foram selecionados indicadores de liquidez, rentabilidade, endividamento e criação de valor no período de 2019 a 2021. Os resultados indicaram que a rentabilidade, exceto pelo fluxo sobre lucro, se manteve ou melhorou durante a pandemia. A liquidez permaneceu

favorável, e os indicadores de endividamento tiveram ligeiros aumentos. Os indicadores de criação de valor, especialmente o preço/lucro, mostraram retornos mais rápidos aos investidores. A pesquisa utilizou o teste t de Student, que teve como resultado que a maioria das diferenças significativas ocorreu no início da pandemia, destacando melhorias em indicadores como crescimento sustentável e retorno do ativo.

Ferreira e Sindeaux (2022) realizaram uma análise documental dos principais aspectos que evidenciam o processo mercantilista na expansão das Instituições de Educação Superior (IES) privadas no Brasil. Tiveram como objetivo demonstrar que esse segmento possui criação de grandes oligopólios educativos privados, formando sociedades holding cotizadas em bolsa que adquirem IES menores, potencialmente resultando na depreciação da qualidade da educação. Perceberam ainda que as IES brasileiras se utilizam de fusões e aquisições mais como uma estratégia de sobrevivência do que de expansão.

O estudo de Custodio e Braga (2023) examinou o impacto das mudanças normativas no FIES na retenção de estudantes no ensino superior no Brasil de 2015 a 2019. O objetivo da pesquisa foi analisar como as alterações no FIES influenciaram a evasão estudantil durante esse período. O método utilizado foi dedutivo, por meio de procedimento monográfico, incorporando pesquisa bibliográfica e documental. Perceberam que entre 2001 e 2014, o FIES experimentou uma expansão significativa, mas a partir de 2014, enfrentou desafios econômicos, levando as instituições de ensino superior a negociarem via PROIES e a lidarem com dificuldades de sustentabilidade. Apesar disso, o FIES permaneceu responsável pelo maior percentual de matrículas privadas de graduação no país. Contudo, dados do INEP entre 2015 e 2019 indicaram um aumento contínuo na desistência relacionada ao FIES, comprometendo a democratização do acesso ao ensino superior.

Compreendendo a relevância do ENADE para as Instituições de Ensino Superior, Alvares e Campos (2018) conduziram um estudo com o objetivo de fornecer aos gestores ferramentas para auxiliar na administração dos resultados do exame. A pesquisa explorou tecnologias digitais de visualização de dados e analisou as bases de dados educacionais do ensino superior, incluindo indicadores da educação superior e os microdados do ENADE. Como resultado, foram desenvolvidos painéis de dados valiosos para aqueles interessados em gerenciar os resultados do exame, oferecendo potencial para análises cruzadas de informações relacionadas ao desempenho dos estudantes.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa realizada é caracterizada, quanto a sua natureza, como aplicada, onde possui um interesse pela aplicação prática do conhecimento gerado, e visa soluções para a problemática apresentada (Barros; Lehfeld, 2014). Para a resolução dos problemas apresentados, a pesquisa foi realizada a partir de uma abordagem quantitativa e qualitativa.

Os estudos quantitativos são baseados em dados financeiros e estatísticos, que no caso desse foram obtidos a partir de uma análise do desempenho econômico-financeira das demonstrações financeiras. Para Virgillito (2017, p. 4), “a pesquisa quantitativa, como o nome sugere, estuda as sequências numéricas utilizadas para representar os fenômenos naturais”. Segundo Lakatos (2017), a pesquisa qualitativa se fixa na exploração, descrição e entendimento do problema. Por isso, é importante na interpretação dos resultados numéricos obtidos analisando os resultados dos indicadores financeiros e informando o que eles representam.

Sob o ponto de vista dos objetivos definidos, pode-se classificar a pesquisa como explicativa. A pesquisa explicativa é aquela que busca identificar e interpretar fatores que contribuíram para a ocorrência do fenômeno (Nique; Ladeira, 2017). Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, a pesquisa foi realizada de maneira documental e bibliográfica. Sendo a primeira elaborada a partir de fontes primárias, sem o devido tratamento crítico (Kauark; Manhães; Medeiros, 2010). E a segunda é definida como a que abrange toda a base publicada relevante ao tema em estudo, dando ao leitor acesso direto aos trabalhos publicados (Lakatos; Marconi, 2021).

3.2 População e amostragem

A população de interesse que foi utilizada para o desenvolvimento dessa pesquisa é composta por cinco Instituições de Ensino Superior Privadas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3). Que são elas a Ânima S/A, a Kroton S/A, a Ser Educacional S/A, a Cruzeiro do Sul S/A e a Yduqs S/A. O critério de escolha dessas empresas se dar por serem as instituições que oferecem ensino superior e que estão presentes na bolsa de valores, além de que juntas somam o maior número de alunos matriculados, conforme mencionado anteriormente. Ainda, a escolha de tal amostra se dar por ser possível obter o acesso aos dados de maneira facilitada em função da obrigatoriedade de divulgação das demonstrações. Sendo assim, a amostragem é

classificada como não-probabilística por acessibilidade, que é uma técnica adotada de acordo com o critério de maior disponibilidade (Hair *et al.*, 2009).

3.3 Técnica de coleta de dados

Para coleta de dados foram utilizadas fontes distintas que são: Plataforma Económica®, site da B3, site oficial de cada empresa, e o site do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP). No site da B3 foram coletadas as notas explicativas e as demonstrações das empresas referentes aos anos analisados. Nos sites oficiais de cada empresa e do INEP, foi coletado informações complementares provenientes de arquivos particulares ou públicos, incluindo fontes estatísticas, escritas e não escritas. Para coleta de dados quantitativos foi utilizado a Plataforma Económica®, onde serão extraídos todos os indicadores econômico-financeiros disponibilizados. No site do INEP foram coletados ainda os conceitos do ENADE de cada instituição de ensino que faz parte dos grupos.

3.4 Técnica de análise de dados

Inicialmente, foram coletados os indicadores financeiros de cada grupo disponibilizados pela plataforma Económica® no período de 2012 a 2022. Para a análise dos dados, foi realizada estatística descritiva utilizando o *Software Statistical Package for Social Science for Windows (SPSS)*, permitindo comparações significativas. A primeira análise comparativa concentrou-se nos indicadores antes (2012 a 2019) e durante a pandemia (2020 a 2022). Em seguida, procedeu-se à comparação dos indicadores antes da alteração da lei do FIES (2012 a 2017) e após essa alteração (2018 a 2022). Por fim, efetuou-se a comparação do desempenho de um grupo em relação ao outro. Nas comparações da pandemia e do FIES, foram utilizadas média e mediana para uma abordagem abrangente e aprofundada. E nas comparações entre os grupos foi utilizado a média.

Adicionalmente, procedeu-se a um teste de correlação de Spearman entre os indicadores analisados e as notas do ENADE. Esse teste foi conduzido utilizando a média dos conceitos do ENADE para cada grupo, correlacionando-os com os indicadores financeiros de cada grupo, considerando tanto a categorização dos grupos quanto o período de 2015 a 2022.

Quanto à pesquisa qualitativa, conduziu-se uma análise de conteúdo a partir dos relatórios da administração, especificamente nas notas explicativas, as quais foram obtidas no site da B3. Para realizar essa análise de conteúdo, empregou-se a técnica de busca por palavras-

chave, incluindo termos como “pandemia”, “covid”, “coronavírus”, “Fies”, “aquisições” e “receita”.

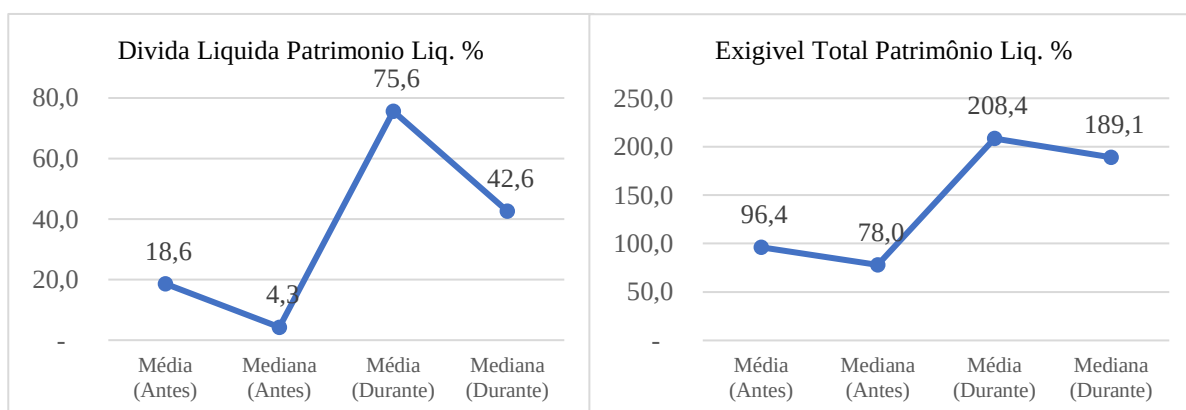
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para a análise dos dados, foram selecionados os indicadores que apresentaram as variações mais significativas nos resultados. Estes incluem: Dívida Líquida sobre o Patrimônio Líquido, Exigível Total sobre o Patrimônio Líquido, Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Prazo Médio dos Fornecedores, Prazo Médio de Recebimentos, Giro do Ativo, Rentabilidade do Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno sobre o Capital Investido (ROIC), Margem Líquida e Margem Ebitda. A partir dos dados coletados foram feitas análises referente ao período antes e durante a pandemia, antes e após a mudança da legislação do FIES, e uma comparação entre os grupos do período de 2015 a 2022.

4.1 Estatística descritiva: analisando a pandemia

A seguir, são exibidos os gráficos representando as estatísticas descritivas de posição, média e mediana, para cada indicador selecionado na amostra das 5 empresas. Estes gráficos apresentam o comportamento dos indicadores durante o período que precede a pandemia (2012 a 2019) e durante o período em que o país enfrenta a crise (2020 a 2022). Visto que a Organização Mundial da Saúde (OMS) só declarou o fim da pandemia no dia 05 de maio de 2023 (Organização Pan-Americana da Saúde, 2023).

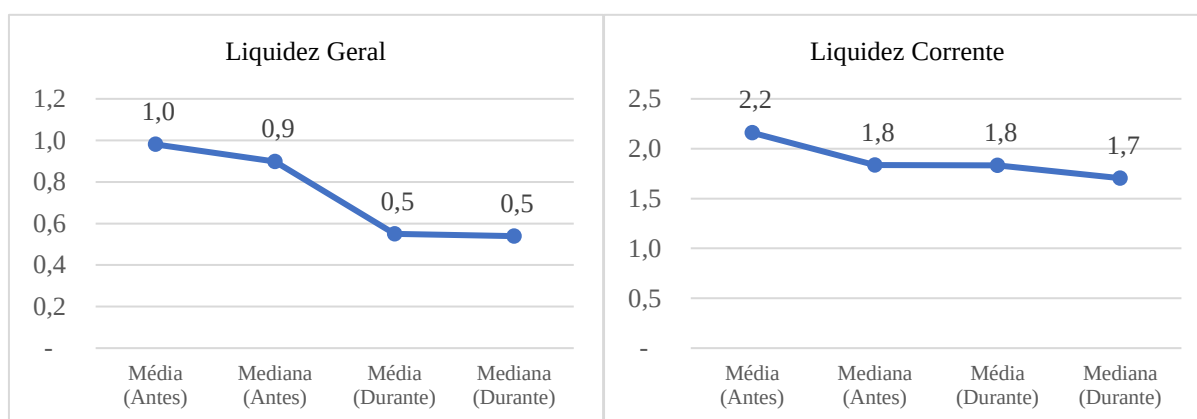
Gráfico 1 – Indicadores de Endividamento (pandemia)



Fonte: Dados da pesquisa

A análise dos dados revela um notável aumento na Dívida Total Líquida, que praticamente quadruplicou seu valor após o início da pandemia. De maneira similar, tanto a Dívida Líquida em relação ao Patrimônio Líquido quanto o Exigível Total em relação ao Patrimônio Líquido apresentaram aumentos expressivos. Esse aumento era previsto, considerando que os cinco grupos analisados realizaram aquisições significativas nos anos de 2020 e 2021, conforme detalhado em suas notas explicativas. Essa estratégia foi adotada como um meio de sobrevivência e enfrentamento do cenário pandêmico, corroborando com a abordagem mencionada anteriormente por Ferreira e Sindeaux (2022), que destacaram a utilização frequente dessa estratégia pelas IES brasileiras como uma maneira de se manterem no mercado.

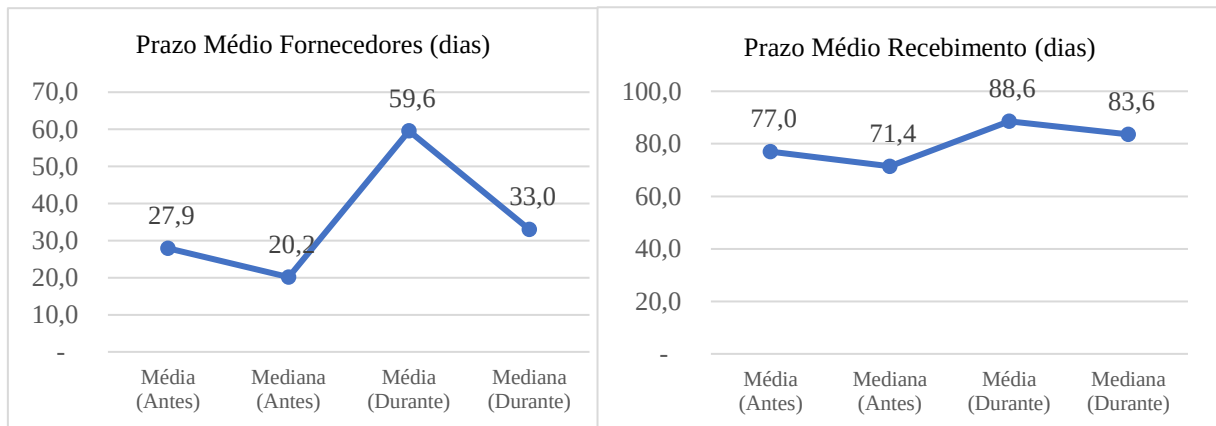
Gráfico 2 – Indicadores de Liquidez (pandemia)



Fonte: Dados da pesquisa

Em relação aos indicadores de liquidez geral e corrente, notamos uma leve redução, porém pouco significativa. Essa diminuição era esperada devido ao considerável volume de aquisições realizadas pelos grupos durante esse período. Como mencionado anteriormente, conforme destacado por Moreira e Vieira (2018), a reorganização societária surge como uma das estratégias viáveis para reduzir os riscos econômicos. Essa abordagem foi amplamente adotada pelos cinco grupos analisados, que utilizaram as aquisições como um meio de adaptação em um contexto de crise sanitária e econômica. É importante ressaltar que muitas dessas aquisições, conforme indicado nas notas explicativas dos grupos, foram realizadas com o propósito de fortalecer e estruturar os meios digitais, bem como expandir as operações de ensino a distância.

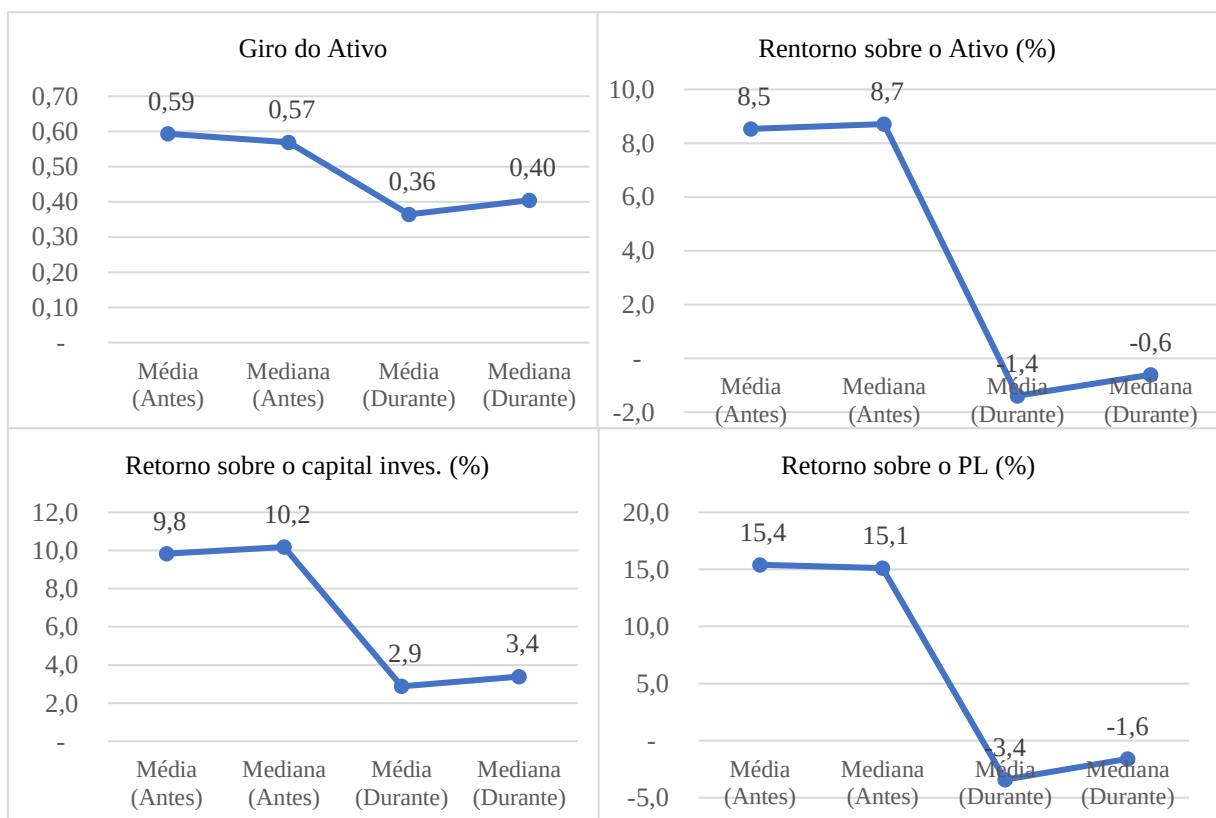
Gráfico 3 – Indicadores de Atividade (pandemia)



Fonte: Dados da pesquisa

Os prazos médios para pagamento a fornecedores e recebimento foram prolongados, destacando-se um aumento mais significativo no primeiro em comparação ao segundo. Essa extensão pode ser atribuída à concessão de prazos mais amplos ou a possíveis atrasos nos pagamentos, refletindo uma situação semelhante também no recebimento. A ampliação desses intervalos pode ter sido motivada por uma adaptação estratégica diante de circunstâncias econômicas desafiadoras, visando preservar a liquidez e otimizar a gestão financeira.

Gráfico 4 – Indicadores de Rentabilidade (pandemia)

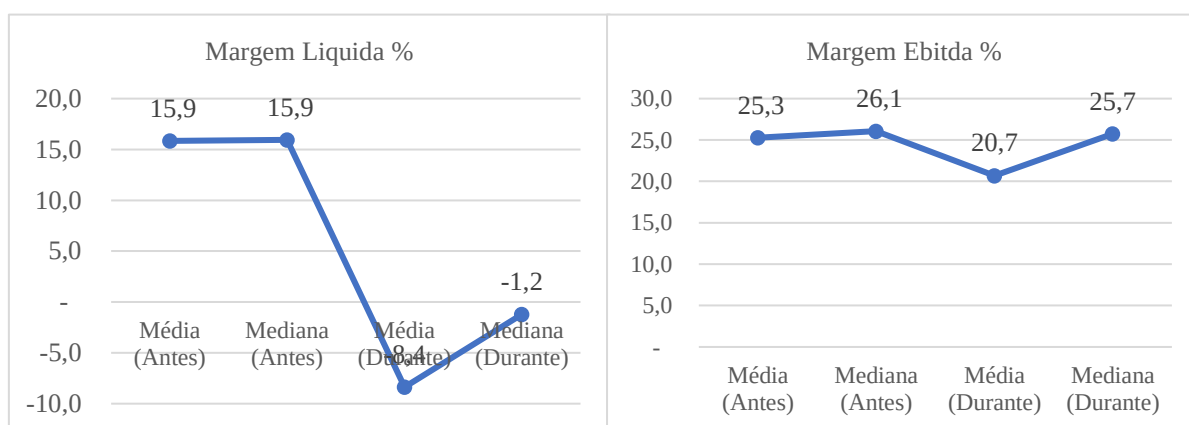


Fonte: Dados da pesquisa

No que diz respeito aos indicadores de rentabilidade, é notável uma queda significativa. Tanto o Índice de Rentabilidade do Ativo (ROA) quanto o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) apresentaram valores negativos. Esse cenário contrasta com a maioria das demais empresas listadas na B3, conforme apontado por Cardoso (2022). A pesquisa indica que o desempenho econômico-financeiro das empresas na B3, tanto antes quanto durante a pandemia de Covid-19, demonstrou que, em sua maioria, os indicadores de rentabilidade se mantiveram estáveis ou até mesmo melhoraram durante esse período desafiador.

Sobre a queda no giro do ativo pode ser atribuída à redução dos ativos, explicando parte desse cenário. Em suma, os indicadores de rentabilidade e liquidez refletem o impacto das aquisições nos resultados financeiros dos grupos, enquanto mudanças nos prazos e no ciclo financeiro demandam uma análise mais detalhada para compreensão plena dessas dinâmicas.

Gráfico 5 – Indicadores de Lucratividade (pandemia)



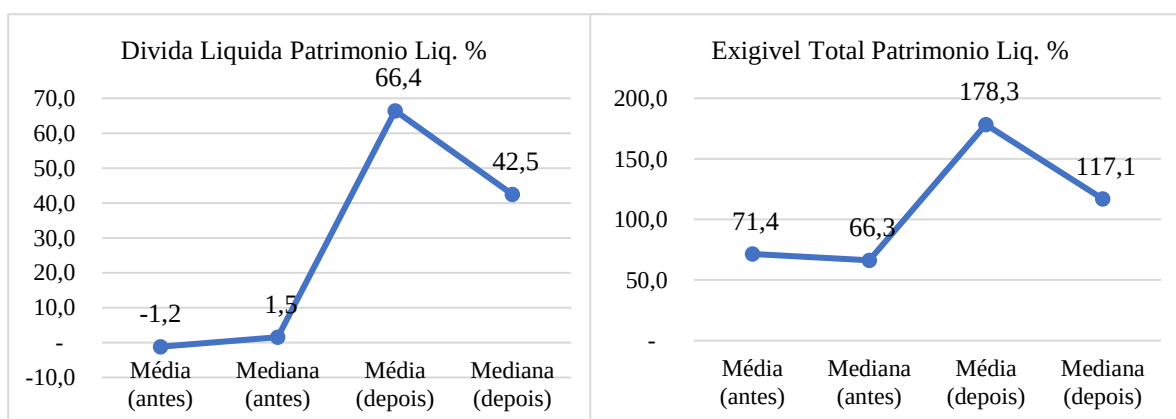
Fonte: Dados da pesquisa

Quanto aos indicadores de Lucratividade, destaco, em especial, a Margem Líquida, na qual observa-se uma queda significativa, chegando a valores negativos. Isso evidencia que os investimentos realizados pelas Instituições de Ensino Superior (IES) para as adaptações durante o período da pandemia causaram impactos substanciais em sua margem líquida. A análise revela que as medidas tomadas para se adaptar às condições impostas pela pandemia resultaram em desafios financeiros, refletindo diretamente na rentabilidade. Essa situação, portanto, merece uma atenção mais detalhada e estratégica para mitigar os efeitos negativos e recuperar a estabilidade financeira da instituição.

4.2 Estatística descritiva: analisando o FIES

Os gráficos abaixo se referem às estatísticas descritivas de posição, média e mediana, para cada indicador selecionado na amostra das 5 empresas. Esses gráficos apresentam o comportamento dos indicadores durante o período que antecede a mudança das regras do FIES, através da Lei 13.530/2017 (2013 a 2017) e após estas alterações (2018 a 2022).

Gráfico 6 – Indicadores de Endividamento (FIES)

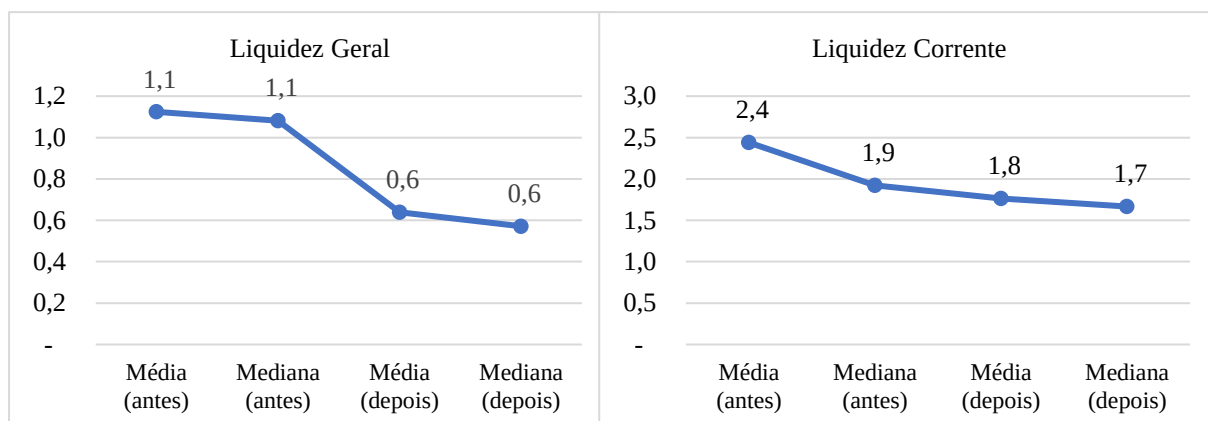


Fonte: Dados da pesquisa

A análise dos gráficos revela que a alteração na legislação do FIES pode ter contribuído para os impactos substanciais nos indicadores financeiros. Isso é claramente observado na dívida líquida em relação ao patrimônio líquido e no passivo total em relação ao patrimônio líquido, os quais apresentaram um aumento expressivo, saindo de valores negativos. Um exemplo notável é a dívida líquida em relação ao patrimônio líquido, que era de -1,2% e passou a ser de 66,4%.

De acordo com informações fornecidas por Fiuza (2022), o programa sofreu impactantes cortes orçamentários na ordem de bilhões, culminando em uma sensível redução no número de matrículas nas Instituições de Ensino Superior (IES). Esse declínio nas matrículas, por sua vez, desencadeou um efeito cascata, manifestando-se de forma notável no aumento substancial da inadimplência. Esses eventos interligados contribuíram diretamente para a alteração significativa observada nos indicadores financeiros, fornecendo uma explicação abrangente para as mudanças identificadas nos gráficos analisados.

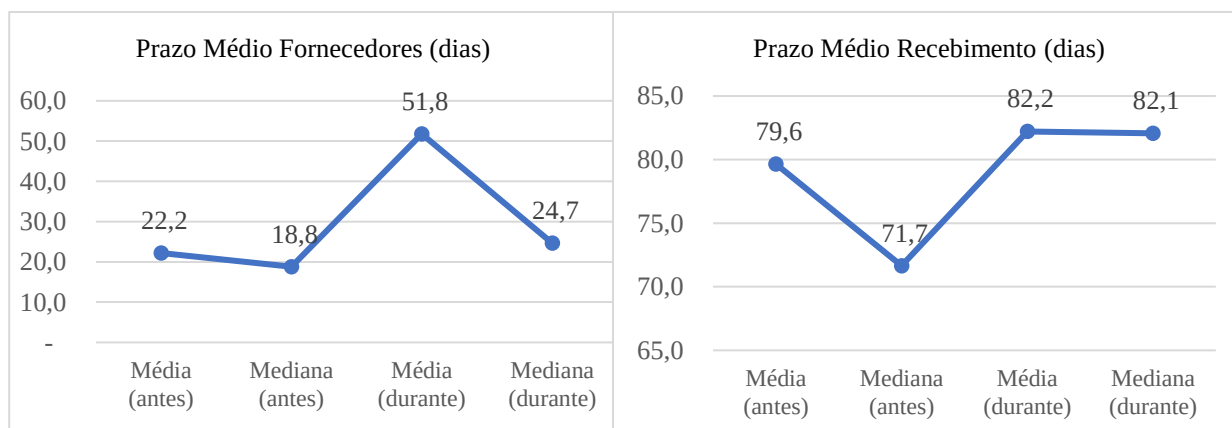
Gráfico 7 – Indicadores de Liquidez (FIES)



Fonte: Dados da pesquisa

No que diz respeito aos indicadores de liquidez, observou-se uma significativa redução, com os índices de liquidez geral apresentando uma queda em torno de 50% e a liquidez corrente registrando uma diminuição de aproximadamente 40% em relação aos valores anteriores. Segundo Oliveira (2023), além das novas regras do FIES que resultaram em uma redução nas vagas oferecidas aos estudantes, a situação financeira das Instituições de Ensino Superior (IES) agravou-se ainda mais, pois a Caixa Econômica Federal passou a reter percentuais cada vez mais elevados dos repasses dos créditos de direito das IES. O índice de retenção da coparticipação está agora vinculado ao grau de inadimplência dos alunos beneficiários do FIES junto à Caixa. A retenção, que era limitada a 6,25% até 2017, atinge, em 2023, patamares praticamente ilimitados, comprometendo de maneira severa o fluxo de caixa das instituições. Relatos de mantenedores e diretores financeiros apontam retenções em níveis insuportáveis, variando entre 30% e 80%, tornando a situação ainda mais desafiadora.

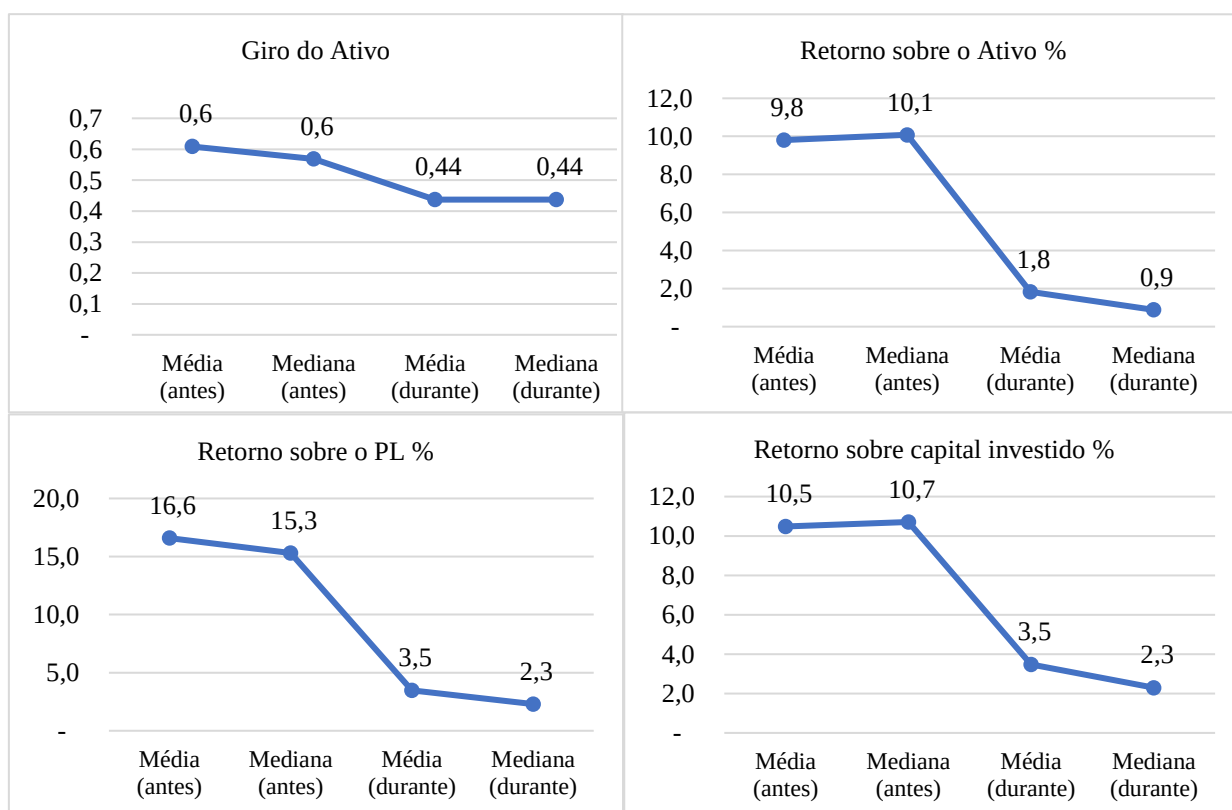
Gráfico 8 – Indicadores de Atividade (FIES)



Fonte: Dados da pesquisa

Quanto aos indicadores de atividade, observou-se um incremento significativo nos prazos médios, especialmente no Prazo Médio dos Fornecedores, que evoluiu de 22,2 para 51,8 dias, dobrando sua extensão. Essa modificação era previsível, considerando o notável crescimento nos indicadores de endividamento. Esse fenômeno proporciona aos grupos uma margem ampliada de dias para cumprir suas obrigações financeiras. O aumento nos prazos pode ser interpretado como uma estratégia intencional para gerenciar de maneira mais flexível as responsabilidades financeiras diante das condições de endividamento prevalentes, ou pode ter sido resultado de atrasos nos pagamentos aos fornecedores, além de um aumento no atraso no pagamento das mensalidades ou inadimplências.

Gráfico 9 – Indicadores de Rentabilidade (FIES)



Fonte: Dados da pesquisa

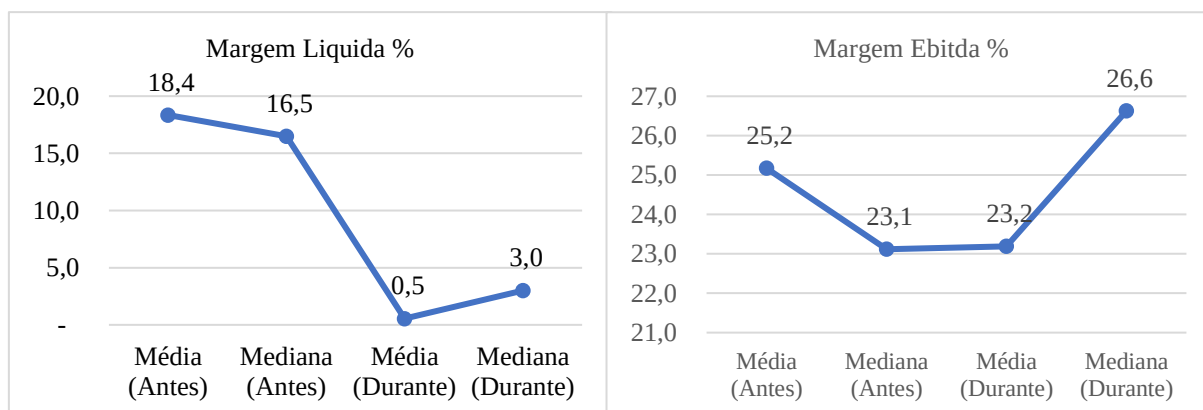
As maiores reduções foram observadas nos indicadores de rentabilidade. Antes da modificação na legislação, a média das empresas para o Retorno sobre o Ativo era de 9,8%, tendo caído significativamente para 1,8%. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido foi o indicador mais afetado, diminuindo de 16,6% para 3,5%. Da mesma forma, o Retorno sobre o Capital Investido acompanhou a tendência de queda, passando de 10,5% para 3,5%, alinhando-

se ao cenário de retração observado nos demais indicadores. Em relação ao Giro do Ativo registraram decréscimos, embora de tamanho modesto quando comparados aos demais indicadores.

Diante do desafio de enfrentar a queda na rentabilidade, as Instituições de Ensino Superior (IES) implementaram diversas estratégias. Destaca-se, entre elas, o cenário delineado por Scudeler e Tassoni (2023), no qual, em 2014, a Educação a Distância (EaD) representava 15,3% no setor privado, ficando atrás do ensino presencial, que detinha 59,6%. Entretanto, em 2021, o EaD mais que duplicou, atingindo 39,4% das matrículas e ultrapassando os cursos presenciais, que totalizavam 37,4% no setor privado.

A trajetória ascendente do EaD é corroborada pelo aumento significativo no número de ingressantes em 2021, solidificando essa tendência. O ensino a distância emerge como uma opção mais vantajosa para as IES devido aos custos inferiores e mensalidades mais acessíveis. Essa abordagem, além de se alinhar às necessidades de sustentabilidade financeira das instituições, beneficia especialmente o público mais carente, anteriormente amparado pelo FIES.

Gráfico 10 – Indicadores de Lucratividade (FIES)



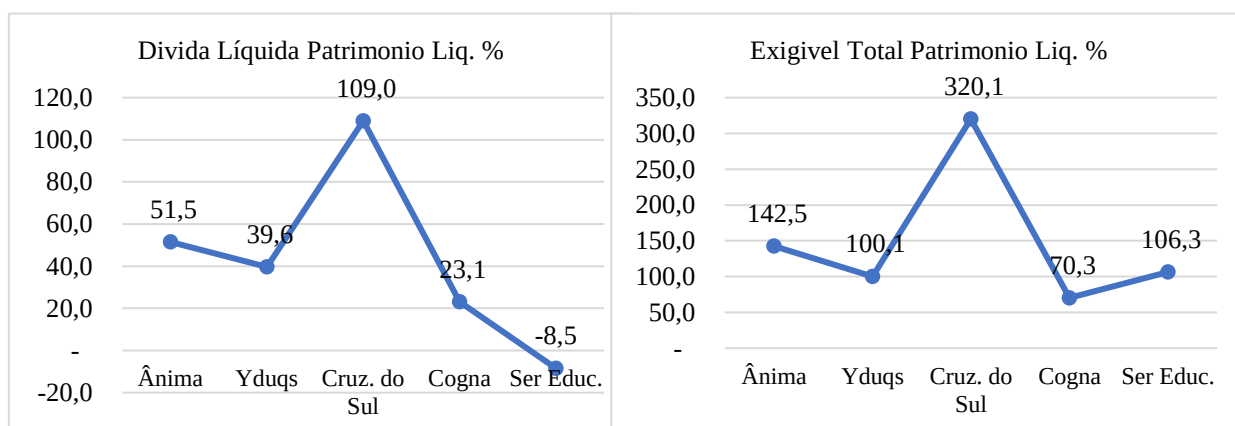
Fonte: Dados da pesquisa

A margem líquida experimentou quedas significativas, evidenciando que as alterações na legislação tiveram um impacto substancial nesse indicador. Por outro lado, a margem Ebitda registrou variações modestas, exercendo um impacto relativamente menor neste índice. Essa dinâmica reflete a influência das mudanças legislativas nos resultados financeiros, com a margem líquida sendo mais sensível a essas alterações do que a margem Ebitda.

4.3 Estatística descritiva: comparação entre os grupos

Nesta seção, serão exibidos gráficos que ilustram a comparação entre os grupos por meio da estatística descritiva de posição média para cada indicador selecionado na amostra das cinco empresas. Cada gráfico representa um dos indicadores escolhidos para a análise. Os dados coletados abrangem o período de 2012 a 2022.

Gráfico 11 – Indicadores de Endividamento (grupos)

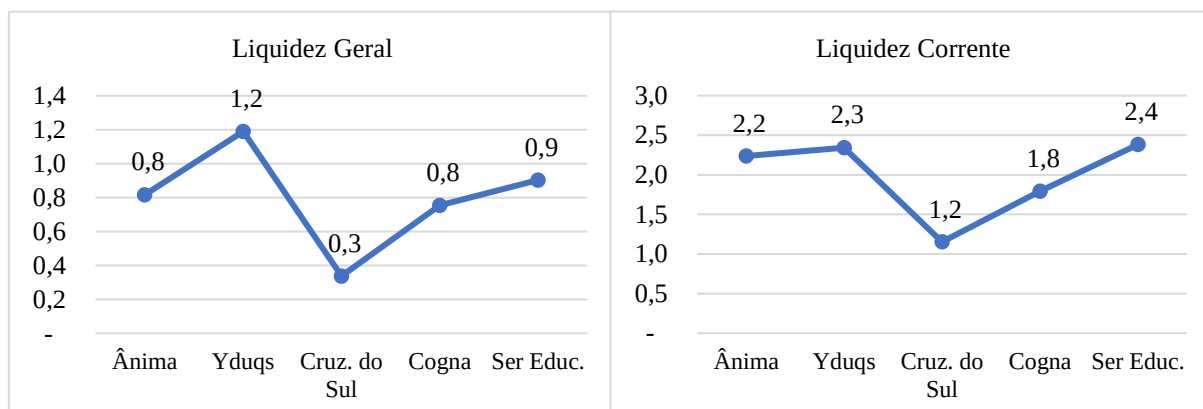


Fonte: Dados da pesquisa

Na análise comparativa dos indicadores de endividamento entre os cinco grupos, destaca-se que a Cruzeiro do Sul apresenta os índices mais elevados, enquanto a Cogna se sobressai como a empresa com o menor grau de endividamento significativo. Essa disparidade pode ser atribuída à expansão dos negócios da Cruzeiro do Sul, que realizou aquisições nos últimos anos visando ingressar no mercado de capitais abertos, sendo o grupo com menor tempo de presença na B3. Uma das aquisições mais notáveis da Cruzeiro do Sul foi a compra da Faculdade Positivo, no ano de 2020, uma das instituições de ensino mais relevantes do Brasil, pelo valor de 500 milhões de reais (Cruzeiro do Sul, 2020).

As variações observadas nesses indicadores podem estar diretamente relacionadas à dinâmica atual do cenário econômico. De acordo com Mali (2022), as mudanças na legislação do FIES e os impactos da pandemia provocaram um aumento na demanda por ensino online, pegando algumas redes educacionais de surpresa. Isso as obrigou a realizar investimentos significativos em plataformas digitais para se adaptarem às novas demandas do mercado, gerando oscilações nos indicadores de endividamento dessas empresas.

Gráfico 12 – Indicadores de liquidez (grupos)

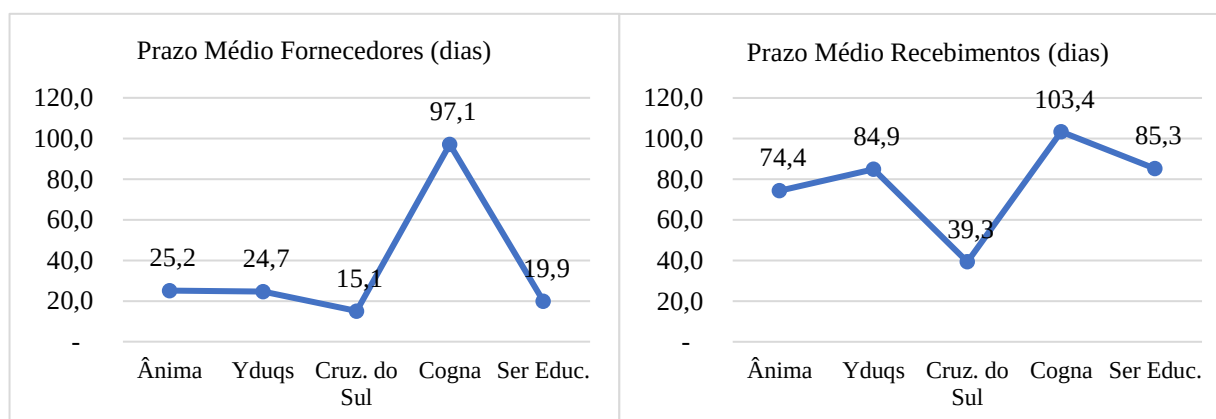


Fonte: Dados da pesquisa

Ao examinarmos os indicadores de liquidez, torna-se evidente que a empresa Yduqs demonstra um desempenho superior, refletido por seus índices mais favoráveis. Em contraste, a Cruzeiro do Sul apresenta os piores índices, indicando desafios no cumprimento de suas obrigações financeiras. Mesmo após realizar diversas aquisições ao longo dos anos, a Yduqs destaca-se pela habilidade em manter uma média de liquidez consistente, sinalizando uma gestão financeira eficiente e estratégias bem-sucedidas na administração de seus recursos.

É importante observar que a média da liquidez corrente da Yduqs, refletindo um desempenho positivo, sugere que houve um aumento nos prazos de pagamento, sendo que parte deles pode ter sido objeto de negociação. Isso aponta para uma gestão eficaz no curto prazo. No entanto, a liquidez geral abaixo das recomendações da literatura pode estar associada às aquisições efetuadas.

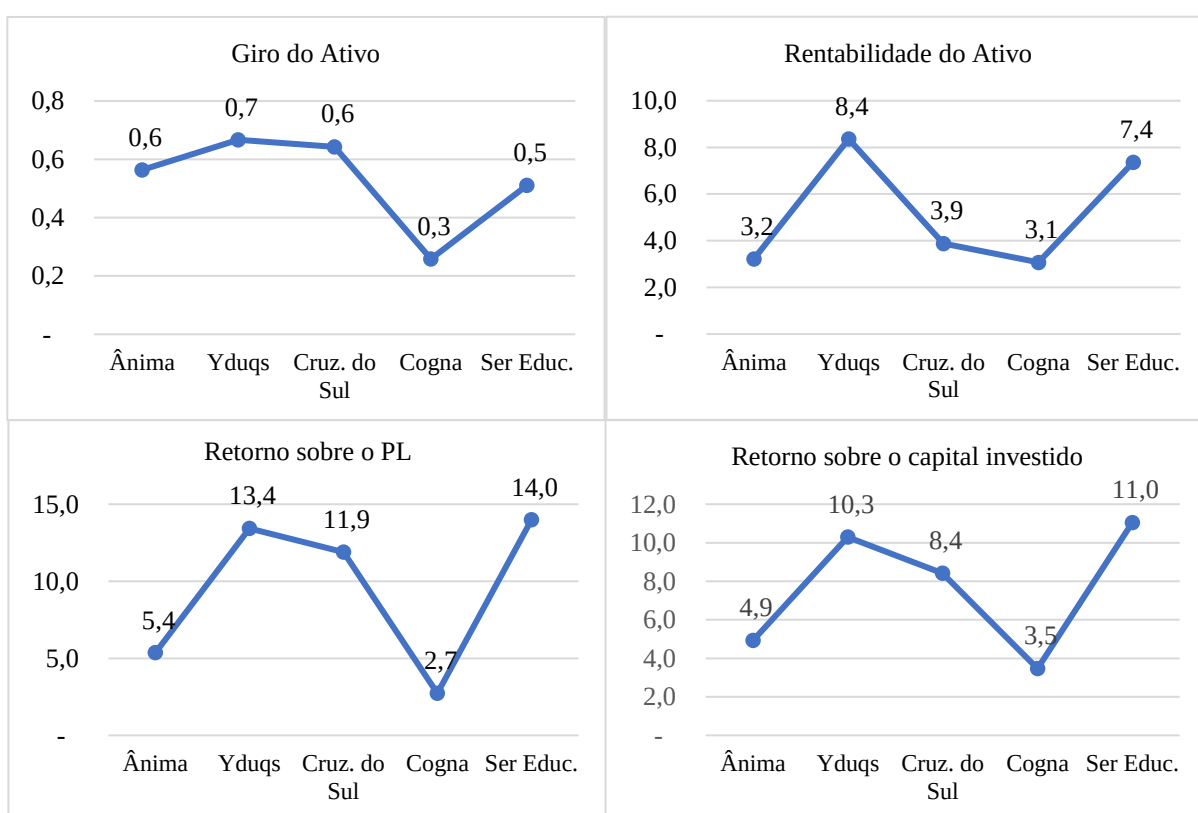
Gráfico 13 – Indicadores de atividade (grupos)



Fonte: Dados da pesquisa

Ao examinarmos os indicadores de atividade, observamos que a Cruzeiro do Sul exibiu os indicadores mais baixos em comparação com as demais instituições. Enquanto as outras empresas apresentaram valores semelhantes, a Cogna se destacou com uma diferença significativa, especialmente no Prazo Médio de Fornecedores. Essa disparidade pode ser atribuída, em parte, ao aumento dos recebíveis da Cogna devido à maior inadimplência dos alunos no contexto pandêmico, conforme evidenciado pela própria companhia (Cogna Educação, 2020).

Gráfico 14 – Indicadores de rentabilidade (grupos)

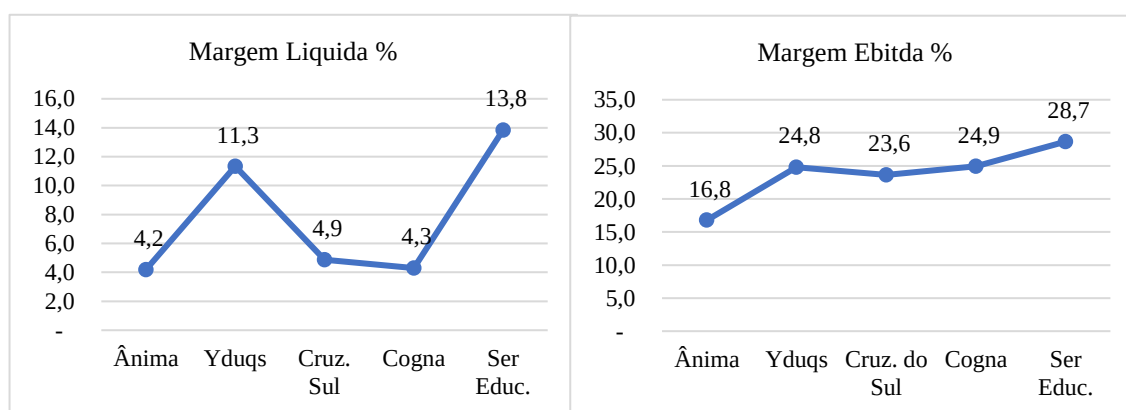


Fonte: Dados da pesquisa

Quanto aos indicadores de rentabilidade, o grupo Yduqs se destaca, evidenciando os maiores índices de Giro do Ativo e Rentabilidade do Ativo. Por sua vez, o grupo Ser Educacional apresenta os melhores índices de Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Retorno sobre o Capital Investido. Essa observação indica que, no quesito rentabilidade, tanto a Yduqs quanto a Ser Educacional demonstra o melhor desempenho em comparação com os demais grupos. Em contrapartida, o grupo Cogna registrou os valores mais baixos nessas métricas de rentabilidade.

A liderança da Yduqs e da Ser Educacional nos indicadores de rentabilidade sugere uma eficaz alocação de recursos e a implementação de estratégias que impulsionam seus resultados financeiros. No caso da Yduqs, esse sucesso pode ser atribuído, em grande parte, à diversificação de serviços adotada pela empresa, evidenciada pelas aquisições de plataformas de cursos preparatórios para residência médica e concursos. Essa abordagem estratégica tem contribuído significativamente para a solidez financeira da Yduqs, destacando a importância da diversificação no cenário atual do mercado (Yduqs, 2021).

Gráfico 15 – Indicadores de Lucratividade (grupos)



Fonte: Dados da pesquisa

Quanto aos indicadores de lucratividade, destaca-se que a empresa Ser Educacional obteve desempenho excepcional, evidenciando resultados notáveis. Por outro lado, a Cruzeiro do Sul enfrentou dificuldades, registrando os resultados menos favoráveis nesse aspecto. Essa disparidade revela a disparidade significativa entre as duas empresas no que diz respeito à eficiência na geração de lucros.

4.4 Correlação entre ENADE e Indicadores

Além das análises comparativas realizadas sobre a pandemia, a modificação na legislação do FIES e a comparação entre os grupos em relação aos indicadores financeiros, é relevante notar que a avaliação da qualidade dessas empresas é também mensurada pelo conceito do ENADE. Dessa forma, estabelece-se uma correlação entre o desempenho no ENADE e os indicadores financeiros, evidenciando a interligação entre a qualidade educacional e o desempenho financeiro das instituições. Essa abordagem abrangente proporciona uma visão

mais completa e contextualizada da situação, considerando tanto aspectos regulatórios quanto métricas de qualidade acadêmica.

Tabela 1: Correlação entre ENADE e Indicadores

	Correlação de Spearman		
	ENADE Coeficiente de Correlação	Sig. (2 extremidades)	N
ENADE	1,000		35
Divida LiqPatLiq.perc	-0,221	0,217	33
ExigivelTtPatLiq.perc	-0,124	0,492	33
LiquidezGeralx	0,305	0,084	33
LiquidezCorrentex	0,095	0,601	33
PrazoMedForneced(dias)	-,487**	0,004	33
PrazoMedRecebim(dias)	-0,257	0,148	33
GirodoAtivox	,513**	0,002	33
MargemLiquida.perc	0,222	0,215	33
MargemEbitda.perc	-0,330	0,061	33
ROARentabdoAtivo.perc	0,330	0,061	33
ROERentPat(patfinal).perc	,404*	0,020	33
ROIC(ICfim).perc	0,336	0,056	33

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Fonte: Dados da pesquisa

As três correlações mais notáveis referem-se ao prazo médio dos fornecedores, à rentabilidade sobre o patrimônio líquido e ao Giro do Ativo. Observa-se que o prazo médio dos fornecedores exibiu uma correlação negativa, indicando que um aumento nesse prazo está associado a uma diminuição na rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Essas três variáveis destacadas apresentam uma correlação de magnitude média, sugerindo uma relação moderada entre esses fatores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral do presente estudo foi analisar qual o comportamento econômico-financeiro das instituições de ensino superior diante das mudanças importantes e imprevisíveis ocorridas nos últimos anos, que foi a mudança na legislação do FIES e a pandemia da covid-19. E os objetivos específicos foi de analisar os indicadores de liquidez, os indicadores de atividades, os indicadores de endividamento e de estrutura de capital, e os indicadores de lucratividade e rentabilidade; comparar os indicadores antes e depois da alteração do FIES, comparar os indicadores antes e depois da alteração do FIES, e verificar se existe correlação entre os indicadores e as notas do ENADE. Foi possível cumprir todos os objetivos propostos.

No período analisado, que compreende tanto o antes quanto o durante a pandemia, é notável um aumento expressivo nos indicadores de endividamento. Esse crescimento deve-se principalmente às aquisições e adaptações que as Instituições de Ensino Superior (IES) tiveram que realizar para continuar oferecendo seus serviços diante das restrições impostas pela pandemia. Paralelamente, os indicadores de atividade também registraram aumentos significativos, atribuíveis ao aumento da inadimplência por parte dos alunos. Por outro lado, os indicadores de rentabilidade e liquidez apresentaram quedas expressivas devido ao aumento das aquisições e inadimplências. Essas variações indicam os desafios enfrentados pelas IES no equilíbrio entre manter a oferta de serviços, realizar aquisições necessárias e lidar com os impactos financeiros decorrentes da inadimplência durante o contexto desafiador da pandemia.

No período examinado, que abrange o antes e o depois da alteração na lei do FIES em 2017, observa-se um aumento nos indicadores de endividamento e atividade. Essa tendência pode ser atribuída aos cortes orçamentários promovidos pelo governo, à retenção de repasses e à redução das vagas oferecidas pelo programa. Essas mudanças resultaram, por conseguinte, em quedas nos indicadores de liquidez e rentabilidade, evidenciando uma certa dependência financeira das Instituições de Ensino Superior (IES) em relação ao programa FIES.

Na análise comparativa das Instituições de Ensino Superior (IES) ao longo dos últimos dez anos (2012 a 2022), observou-se que a Cruzeiro do Sul apresentou os resultados menos favoráveis nos indicadores de endividamento, liquidez e atividade. Essa performance pode estar associada ao considerável número de aquisições realizadas pela empresa nos últimos anos, notadamente em sua incursão no mercado de capitais. Por outro lado, a Cogna registrou a menor média no índice de endividamento, mas revelou a maior pontuação no índice de atividade, impulsionada pelo substancial aumento em sua taxa de inadimplência. Este fenômeno afetou significativamente o grupo, especialmente por ser o que conta com a maior quantidade de

alunos, conforme mencionado na introdução. Destacando-se positivamente, a Yduqs apresentou os melhores valores nos indicadores de rentabilidade e liquidez. Essa performance pode ser atribuída à diversificação de suas aquisições, expandindo para outras áreas de ensino, como cursos preparatórios para concursos e residência médica. Essa estratégia diversificada contribuiu para o sólido desempenho nos referidos indicadores.

Ao analisarmos a correlação entre os indicadores financeiros e as notas do ENADE, constatamos uma associação, ressaltando a importância de os gestores das Instituições de Ensino Superior voltarem sua atenção não apenas à rentabilidade da instituição, mas também à qualidade dos serviços oferecidos e à infraestrutura proporcionada aos alunos. Isso ocorre porque esses aspectos estão interligados, e o desempenho em um pode influenciar diretamente o desempenho no outro.

Para a realização da pesquisa foi necessário superar algumas limitações, tais como: falta de detalhamento em notas explicativas de algumas instituições de ensino superior, especialmente no que se refere aos valores provenientes do FIES. Algumas delas agrupam esses valores com financiamentos privados que realizam, tornando desafiante a coleta precisa desses dados. Outra limitação identificada está relacionada à dificuldade em encontrar os nomes de todas as instituições pertencentes aos grupos, uma vez que suas notas explicativas não oferecem detalhes abrangentes nesse aspecto.

Propõe-se a condução de pesquisas futuras com foco em três áreas específicas. Primeiramente, um estudo aprofundado dos indicadores financeiros no período pós-pandemia, visando compreender as dinâmicas e transformações ocorridas nesse contexto. Em segundo lugar, sugere-se uma investigação detalhada sobre os impactos das bolsas do Prouni nos indicadores das Instituições de Ensino Superior (IES), examinando de que maneira essas iniciativas influenciam aspectos financeiros e acadêmicos. Por fim, seria pertinente analisar o impacto das reorganizações implementadas por grupos educacionais em seus indicadores, assim como avaliar se essas mudanças têm algum reflexo nas notas do ENADE, proporcionando uma visão abrangente sobre a interação entre estratégias organizacionais e desempenho acadêmico.

REFERÊNCIAS

AGAPITO, Ana Paula Ferreira. Ensino superior no Brasil: expansão e mercantilização na contemporaneidade. **Temporalis**, Brasília, v. 16, n. 32, p. 123-140, fev. 2017.

ALCANTARA, Alexandre da Silva. **Estrutura, Análise e Interpretação das Demonstrações Contábeis**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ALMEIDA JÚNIOR, Vicente de Paula; PEDROSA, Pedro Antônio Estrella. Fundo de financiamento estudantil (FIES): vicissitudes e desafios. **Radar: tecnologia, produção e comércio exterior**, [s. l.], v. 58, p. 37-41, dez. 2018. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8839>. Acesso em: 15 nov. 2023.

ALVARES, R. V.; CAMPOS, N. de S. Gestão dos resultados do Enade com uso de dados abertos e tecnologias digitais. **Revista EDUC-Faculdade de Duque de Caxias**, v. 05, nº 1/Jan-Jun. 2018.

AMITRANO, C.; MAGALHÃES, L. C. M.; SILVA, S. M. Medidas de Enfrentamento dos Efeitos Econômicos da Pandemia Covid-19: Panorama Internacional e Análise dos Casos dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Espanha. **Texto para Discussão**. Brasília, n. 2559. mai. 2020. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9978/1/td_2559.pdf. Acesso em 26 set. 2022.

ANIMA EDUCAÇÃO. **Sobre a Anima**. 2020. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/>. Acesso em 28 set. 2022.

AQUINO, E. M. L. *et al.* Medidas de distanciamento social no controle da pandemia de COVID-19: potenciais impactos e desafios no Brasil. **Ciência e saúde coletiva**, v. 25, n. 6, p. 2423-2446, 2020.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

AVELAR, Ewerton Alex *et al.* Efeitos da Pandemia de COVID-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras. **Revista Gestão Organizacional**, v. 14, n. 1, p. 131-152, 2021.

BARROS, A. J. S.; LEHFELD, N. A. S. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2014.

BOTTONI, A.; SARDANO, Edécio de Jesus; COSTA FILHO, Galileu Bonifácio da. Uma breve história da Universidade no Brasil: de Dom João a Lula e os desafios atuais. In: COLOMBO, S. S. (org.). **Gestão Universitária: os caminhos para a excelência**. Porto Alegre: Penso, 2013. cap 1, p. 19-41.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em 26 out. 2022.

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, 12 jul. 2001. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10260.htm. Acesso em 01 nov. 2023.

BRASIL. Lei nº 10.861, de 14 de abril de 2004. Institui o Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior-SINAES e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 14 abr. 2004. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110.861.htm. Acesso em: 02 nov. 2023.

BRASIL. Lei nº 13.530, de 7 de dezembro de 2017 - Altera a Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, que dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 07 dez. 2017. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13530.htm. Acesso em 01 nov. 2023.

BRASIL. Ministério da Educação. **Sobre o FIES**. 2023. Disponível em: <https://acessounico.mec.gov.br/fies/duvidas#sobre-o-fies>. Acesso em 15 nov. 2023.

BRUNI, A. L. **Análise contábil e financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CARDOSO, R. C.; TRISTÃO, P. A. O impacto da Pandemia do COVID-19 nos Indicadores Econômico-Financeiros e Retorno das Ações no setor de hotelaria: estudo de caso na Rede de Hotéis Othon SA. **Navus: Revista de Gestão e Tecnologia**, n. 11, p. 25, 2021.

CARDOSO, Sandro José do Nascimento. **Desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na B3, antes e durante a pandemia da Covid-19**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade de Brasília.

COGNA EDUCAÇÃO. **Histórico**. 2020. Disponível em: <http://ri.cogna.com.br/a-kroton/historico/>. Acesso em 28 set. 2022.

COLARES, A. C. V.; GOUVÊA, D. A. P.; COSTA, J. S. Impactos da pandemia do Covid-19 no setor de construção civil. **Percursos Acadêmicos**, v. 11, n. 21, p. 150-170, 2021.

COSTA, Francisco Johnsons dos Santos. **Efeitos da pandemia da Covid-19 no desempenho das empresas listadas no mercado de capitais brasileiro**. 2021.

COSTA, L. B.; PEREIRA, I. F.; DE LIMA, J. A. Reflexos da Pandemia da Covid-19 nos Indicadores Econômico-financeiros de Empresas do Setor de Produtos de Higiene e Limpeza Listadas na B3. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 22, n. 2, p. 10-22, 2021.

CRUZEIRO DO SUL. **Histórico**. 2020. Disponível em: <https://ri.cruzeirodosuleducacional.com.br/>. Acesso em 28 set. 2022.

CUSTÓDIO, A. V.; BRAGA, J. T. dos S. O impacto das alterações do FIES na permanência no ensino superior entre 2015 e 2019. **Educação e Pesquisa**, São Paulo, v. 49, e256547, 2023.

FERREIRA, S. M. L.; SINDEAUX, R. V. Análise do mercado de fusões e aquisições de grupos educacionais brasileiros. **Revista de Ensino, Pesquisa e Extensão**. Varginha, v. 2, pág. 27-46, 2022.

FIUZA, Sergio. Como o declínio do Fies afeta a sua instituição de ensino?. **Quero Educação**, 2019. Disponível em: <https://gestao.quero.com/blog/declinio-do-fies/> . Acesso em 25 nov. 2023.

FONSECA, M. A. R. **Planejamento e desenvolvimento econômico**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

Grandes grupos de ensino com capital aberto na B3 aumentaram base de alunos no vestibular do começo deste ano - Anup. Disponível em: <https://anup.org.br/noticias/grandes-grupos-de-ensino-com-capital-aberto-na-b3-aumentaram-base-de-alunos-no-vestibular-do-comeco-deste-ano/#:~:text=Os%20cinco%20grupos%20de%20ensino>. Acesso em 28 set. 2022.

HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HERNANDEZ, José Perez Junior; BEGALLI, Glaucos Antonio. **Elaboração e Análise das Demonstrações Financeiras**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse estatística de educação superior 2020**. Brasília, 2022. Disponível: <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/pesquisas-estatisticas-e-indicadores/censo-da-educacao-superior/resultados>. Acesso em 28 set. 2022.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes**. Brasília, 2022. Disponível: <http://portal.inep.gov.br/enade>. Acesso em 28 set. 2022.

IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

KAUARK, F.; MANHÃES, F. C.; MEDEIROS, C. H. **Metodologia da pesquisa: guia prático**. Itabuna: Via Litterarum, 2010.

KISSLER, S. M. *et al.* Projecting the transmission dynamics of SARS-CoV-2 through the postpandemic period. **Science**, v. 368, n. 6493, p. 860-868, mai. 2020.

LAKATOS, E. M. **Metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia Científica**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

LIMA, E. *et al.* Ser seu próprio patrão? Aperfeiçoando-se a educação superior em empreendedorismo. **Revista de Administração Contemporânea**, v.19, n. 4, p. 419-439, 2015.

LIMA, Priscila da Silva Neves et al. Análise de dados do Enade e Enem: uma revisão sistemática da literatura. **Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior**, Campinas, v. 24, ed. 1, p. 89-107, 25 abr. 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/aval/a/L4J43gBxhXmjYhT5cX6BTTM/#>. Acesso em: 15 nov. 2023.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

MOREIRA, S. C. F.; VIEIRA, G. da S. Reorganização societária e impactos no desempenho econômico-financeiro de empresas. **In: IV CONGRESSO DE ESTUDOS JURÍDICOS INTERNACIONAIS E I SEMINÁRIO INTERNACIONAL DE PESQUISA TRABALHO, TECNOLOGIAS, MULTINACIONAIS E MIGRAÇÕES -TTMMS**, 2018, Belo Horizonte. Artigo [...]. [S. l.: s. n.], 2018. Tema: Desafios contemporâneos e expansão dos direitos humanos na ordem democrática global, p. 37-50. Disponível em: <http://site.conpedi.org.br/publicacoes/k7bhb2vw>. Acesso em: 15 nov. 2023.

NAÇÕES UNIDAS – ONU. **Guterres diz que mundo pode “redesenhar a educação” na era pós-Covid-19**. 2020. Disponível em: <https://news.un.org/pt/story/2020/08/1722052>. Acesso em 26 set. 2022.

NACIONAL, I. PORTARIA Nº 343, DE 17 DE MARÇO DE 2020 - PORTARIA Nº 343, DE 17 DE MARÇO DE 2020 - DOU - **Imprensa Nacional**. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-n-343-de-17-de-marco-de-2020-248564376>. Acesso em 26 set. 2022.

NIQUE, W; LADEIRA, W. **Como fazer pesquisa de marketing: um guia prático para a realidade brasileira**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2017.

OLIVEIRA, Eduardo Soares de. FIES 2023: mudanças necessárias e os impactos atuais nas IES. **Hoper Educação**, Foz do Iguaçu, 16 de mai. 2023. Disponível em: <https://www.hoper.com.br/single-post/fies-2023-mudancas-necessarias>. Acesso 25 nov. 2023.

MALI, T. Mercado de ensino superior tem concentração recorde. **Poder 360**. 29.dez.2022. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/poderespecial/brasilafronte/mercado-de-ensino-superior-tem-concentracao-recorde/>. Acesso em 25 nov. 2023.

OLIVEIRA, Volney Hudson Rodrigues de. **Efeito da pandemia Covid-19 nos indicadores econômico-financeiros por setor de atuação da B3**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

OLIVEIRA, P. I. Organização Mundial da Saúde declara pandemia de coronavírus. **Agência Brasil**, Brasília, 11 de mar. de 2022. Disponível em:

<https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2020-03/organizacao-mundial-da-saude-declara-pandemia-de-coronavirus>. Acesso em 26 set. 2022.

ORGANIZAÇÃO PAN-AMERICANA DE SAÚDE. **OMS declara fim da Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional referente à COVID-19**. Disponível em: <https://www.paho.org/pt/noticias/5-5-2023-oms-declara-fim-da-emergencia-saude-publica-importancia-internacional-referente>. Acesso em 15 nov. 2023.

Pesquisa de Inadimplência | 2022 – Instituto Semesp. Disponível em: <https://www.semesp.org.br/pesquisas/pesquisa-de-inadimplencia-2022/>. Acesso em 26 set. 2022.

PRESTES, E. M. T.; SOUZA JUNIOR, L. Expansão e financiamento da educação superior no contexto de crise econômica e de ajuste fiscal. **Revista Educação em Questão**, v. 55, n. 46, p. 161-187, 2017.

RODRIGUES, G. M. Ensino privado: a qualidade e a imagem. In: S. S. Colombo, G. M. Rodrigues e Colaboradores (Orgs.). **Desafios da gestão universitária contemporânea**. Porto Alegre: Penso, 2011. Cap. 2, p. 43-58.

SCUDELER, M. A.; TASSONI, E. C. M. A educação a distância como estratégia de captação de alunos após a redução da oferta do Fies. **Revista da Avaliação da Educação Superior**. Campinas; Sorocaba, v. 28, e023007, 2023.

SER EDUCACIONAL. **Sobre o grupo Ser Educacional**. 2020. Disponível em: <https://www.sereducacional.com/sobre-o-grupo>. Acesso em 28 set. 2022.

SETIC-UFSC. **INPEAU – Instituto de Pesquisas e Estudos em Administração Universitária**. Disponível em: <https://inpeau.ufsc.br/pandemia-e-ensino-superior-novos-tempos-novos-desafios/>. Acesso em 26 set. 2022.

SILVA, A. A. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2017.

SILVA, F. J. M. da; PISCOPO, M. R.; SERRA, F. A. R. Os impactos da redução do programa de financiamento estudantil-FIES em IES privadas. **Anais do IV SINGEP**. São Paulo, 08, 09 e 10 nov.de 2015.

SILVA, J.P. **Análise financeira das empresas**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA JUNIOR, A. *et al.* Modelos de governança corporativa e indicadores econômico-financeiros de Instituições de Educação Superior privadas: uma análise do mercado de capitais brasileiro. **Avaliação**, Campinas; Sorocaba, SP, v. 26, n. 02, p. 629-628, jul. 2021.

SILVA JUNIOR, A.; SILVA, V. C.; SILVA MANTINS, P. O. Impactos Econômico-Financeiros da Pandemia de Covid19 no Setor de Educação Superior na B3. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte, v. 33, n. 1, p. 144-169, jan./abr. 2022.

SILVA, L. L. S. DA *et al.* Medidas de distanciamento social para o enfrentamento da COVID-19 no Brasil: caracterização e análise epidemiológica por estado. **Cadernos de Saúde Pública**, v. 36, n. 9, 2020.

SILVA, Mariana Cesar Verçosa; MALETTI, Silvia Márcia Ferreira. Avaliação em larga escala de alunos com necessidades educacionais especiais no município de Londrina (PR). **Revista Educação Especial**, v. 25, ed. 44, p. 417-434, 2012.

TEIXEIRA, Tarcisio. **Direito empresarial sistematizado: doutrina, jurisprudência e prática**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2015

VIRGILLITO, Salvatore Benito *et al.* **Pesquisa de marketing**: uma abordagem quantitativa e qualitativa. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

UNESCO [UNITED NATIONS EDUCATIONAL, SCIENTIFIC AND CULTURAL ORGANISATION] **COVID-19 Educational disruption and response**. Disponível em: <http://www.iiep.unesco.org/en/covid-19-educational-disruption-and-response-13363>. Acesso em 20 out. 2022.

WHO. **Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) Situation Report -51 SITUATION IN NUMBERS Total and New Cases in Last 24 Hours**. [s.l: s.n.]. Disponível em: https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/situation-reports/20200311-sitrep-51-covid-19.pdf?sfvrsn=1ba62e57_10. Acesso em 26 set. 2022.

YDUQS. **Nosso Portfólio**. 2020. Disponível em: <https://www.yduqs.com.br/>. Acesso em 28 set. 2022.