

IMPACTO DO FUNDO DE FINANCIAMENTO AO ESTUDANTE DO ENSINO SUPERIOR NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS DO SETOR EDUCACIONAL

IMPACT OF THE FINANCING FUND FOR THE STUDENT OF HIGHER EDUCATION IN THE PROFITABILITY OF COMPANIES IN THE EDUCATIONAL SECTOR

IMPACTO DEL FONDO DE FINANCIAMIENTO AL ESTUDIANTE DE LA ENSEÑANZA SUPERIOR EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR EDUCACIONAL

RESUMO

Nas últimas décadas, houve um grande aumento no número de estudantes frequentando instituições de Ensino Superior, e um dos fatores que levaram a esse aumento foi o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES). Os repasses do FIES podem representar um percentual considerável no Contas a Receber dessas instituições. Neste cenário, questiona-se o impacto do FIES na rentabilidade das empresas brasileiras do setor educacional. Assim, o presente estudo tem por objetivo analisar tal impacto nas empresas do setor educacional selecionadas, durante o período de 2011 a 2014. Foi realizada uma pesquisa descritiva, documental, com abordagem quantitativa, analisando duas das principais instituições privadas do Brasil do setor educacional que têm suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A coleta dos dados se deu a partir das demonstrações contábeis consolidadas e notas explicativas das empresas divulgadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Na análise dos dados, foram evidenciados os valores referentes aos repasses do FIES e o quanto estes representaram, em percentuais, no Contas a Receber e no Ativo Circulante durante o período analisado. Posteriormente, a partir do Lucro Líquido e Patrimônio Líquido, foi calculado o indicador de rentabilidade: ROE. Realizou-se, também, uma análise de correlação entre as variações na rentabilidade das empresas e as variações dos valores referentes aos repasses do FIES no contas a receber. Com base nas análises foi possível concluir que há uma forte correlação entre as variações nos repasses do FIES e as variações na rentabilidade das empresas do setor educacional analisadas.

Palavras-chave: Análise de Balanço. Indicador ROE. Correlação. FIES.

ABSTRACT

In the last decades there has been a large increase in the number of students attending higher education institutions and one of the factors that led to this increase was the Financing Fund For Student of Higher Education (FIES). The FIES transfers may represent a considerable percentage in the Accounts Receivable of these institutions. In this scenario, we wonder the impact of FIES on the profitability of Brazilian companies in the education sector. So, this study aims to analyze such impact on the two selected company's profitability in the education sector during the period 2011 to 2014. A descriptive, documentary research with a quantitative approach, analyzing two major private institutions of Brazil's education sector which are listed on São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) was performed. The data collection was performed from the consolidated financial statements and explanatory notes from companies that are disclosed in the Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Analyzing the data it was demonstrated the amount regarding to FIES transfers and how these were represented in percentage, in the Accounts Receivable and in Current Assets during the analyzed period. Later, from the net income and equity was calculated the profitability indicator: ROE. It was also performed a correlation analysis between the changes in corporate profitability and changes in amount concerning to FIES transfers in Accounts Receivable. Based on data analysis it was possible to be concluded that there is a strong correlation between changes in FIES transfers and changes in the profitability of companies in the education sector analyzed.

Keywords: Balance analysis. ROE indicator. Correlation. FIES.

Gabriel Duarte
Locateli,
Universidade
Federal do Rio
Grande do Sul,
Brasil.

Angela Rozane
Leal de Souza,
Universidade
Federal do Rio
Grande do Sul,
Brasil.

Ariel Behr,
Universidade
Federal do Rio
Grande do Sul,
Brasil.

Fernanda da Silva
Momo,
Universidade
Federal do Rio
Grande do Sul,
Brasil.

Artigo Submetido
em 19.08.2016.
Ajustado e
Aprovado em
05.09.2017.
Avaliado pelo
processo de
*double blind
review.*

RESUMEN

En las últimas décadas, ha habido un gran aumento en el número de estudiantes que asisten a instituciones de educación superior, y uno de los factores que llevaron a este incremento fue el Fondo para la Financiación de Estudiantes de Educación Superior (FIES). Las transferencias FIES pueden representar un porcentaje significativo de las cuentas por cobrar de estas instituciones. En este escenario, se cuestiona el impacto de FIES en la rentabilidad de las empresas brasileñas en el sector de la educación. Por lo tanto, este estudio tiene como objetivo analizar el impacto en las empresas del sector de la educación seleccionado durante el período de 2011 a 2014. Se realizó un estudio descriptivo, documental, con un enfoque cuantitativo, el análisis de dos grandes instituciones privadas del sector educativo de Brasil tienen sus acciones negociadas en la Bolsa de Sao Paulo (BOVESPA). Los datos fueron recolectados a partir de los estados financieros consolidados y las notas a las empresas dan a conocer en Comisión de Valores (CVM). En el análisis de los datos, se muestra los valores para las transferencias FIES y cómo se representa, en porcentaje, en las cuentas por cobrar y activos durante el período analizado. Más tarde, a partir de la utilidad neta y el patrimonio neto, el indicador se calculó la rentabilidad: el ROE. También se realizó un análisis de correlación entre los cambios en la rentabilidad de las empresas y las variaciones en los valores de las transferencias FIES en las cuentas por cobrar. Con la base de los análisis fue posible concluir que existe una fuerte correlación entre los cambios en las transferencias FIES y los cambios en la rentabilidad de las empresas del sector de la educación analizadas.

Palabras clave: balance Análisis. indicador de ROE. Correlación. FIES.

1 INTRODUÇÃO

A ampliação do acesso universitário é um problema social a ser enfrentado no Brasil, sendo que a necessidade de expandir esse acesso faz parte do processo de extensão de direitos que caracteriza a cidadania moderna. Portanto, o Estado, através de políticas públicas, procura aumentar o acesso da população a direitos, tais como o da educação (MARINELLI, 2010).

Um exemplo de políticas públicas nesse sentido é o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES), o qual é um programa do Ministério da Educação, que surgiu por meio da Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001. O FIES é destinado a financiar em até 100% o curso de estudantes matriculados em instituições privadas (BRASIL, 2001). Na sequência, por meio da Lei nº 12.202, de 14 de janeiro de 2010, o programa passou por algumas alterações.

A partir dessa Lei, editada em 2010, o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) é o novo Agente Operador do Programa. Com isso, as regras ficaram mais simples, os juros diminuíram e o acesso ao programa foi facilitado (BRASIL, 2010). Em virtude dessa Lei, houve um aumento de alunos matriculados nas universidades particulares que adotam esse programa de financiamento e, conseqüentemente, um aumento de receita nessas instituições de ensino que adotavam esse programa.

Além de tal alteração, ocorrida em 2010, ocorreu também edição da Portaria Normativa Nº 21, de 26 de dezembro de 2014 (BRASIL, 2014). Tal Portaria, editada pelo Ministério da Educação, estabeleceu que a partir de 2015, não basta que o estudante concluinte do Ensino Médio se submeta ao Exame Nacional do Ensino Médio (ENEM) para ser elegível ao FIES. Após esta legislação, o estudante precisa obter uma nota neste Exame de pelo menos 450 pontos (numa escala de zero a 1.000). Além disso, o estudante não pode tirar zero na redação. Segundo Samor (2015), a referida mudança na regra excluirá de 30% a 40% dos alunos da rede pública de ter acesso ao FIES, pelo fato de eles terem nota abaixo de 450 pontos.

Tendo em vista que desde 2011, tais mudanças na legislação podem afetar a rentabilidade das instituições privadas de Ensino Superior, seus efeitos, portanto, podem vir a ser evidenciados nas demonstrações contábeis. Assim, é possível, a partir da análise dessas demonstrações, verificar as variações dos índices de rentabilidade das empresas analisadas antes e depois de determinadas mudanças na legislação, como as que ocorreram no programa FIES.

Não há como negar a importância das informações obtidas, através da análise dos indicadores econômico-financeiros, como elemento de análise do desempenho de empresas em determinado período de tempo. Essas informações assumem importância ímpar para investidores interessados nas variações do patrimônio das empresas e para outros usuários da informação contábil interessados em obter elementos concernentes à evolução das empresas e os possíveis riscos que estas podem apresentar. Além disso, torna-se importante também para os órgãos de governo, formuladores de políticas públicas, que conheçam os impactos das alterações de determinadas políticas sobre a rentabilidade das instituições de ensino. Isso possibilita evitar o desenvolvimento de ambiente desfavorável, que possa levar a prejuízos ao sistema de Ensino Superior do país.

Analisando as demonstrações contábeis, pretende-se responder o questionamento a respeito de: qual o possível impacto do Programa de Financiamento Estudantil (FIES) na rentabilidade em empresas brasileiras do setor educacional? Assim, este estudo tem como objetivo analisar o impacto do FIES na rentabilidade em empresas do setor educacional, durante o período de 2011 a 2014, através da análise das Demonstrações Contábeis de duas das principais instituições privadas do Brasil do setor educacional que tem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA); portanto, têm suas demonstrações divulgadas na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Nesse sentido, o presente estudo contribui com a literatura e o campo de estudo ao ampliar as análises sobre o setor educacional brasileiro a partir de uma visão contábil-financeira. Dessa forma, pode-se avaliar, a partir desse estudo, o impacto de um programa de financiamento estudantil na rentabilidade de instituições educacionais brasileiras, gerando assim, conhecimento para a gestão dessas instituições, dos programas governamentais de financiamento estudantil permitindo uma melhoria na tomada de decisão a cerca desse tema.

2 ENSINO SUPERIOR E POLÍTICAS PÚBLICAS DE ACESSO À EDUCAÇÃO

A Unesco, em 1995, destacava um grande aumento no número de estudantes que frequentam Instituições de Ensino Superior (IES) em todo o mundo (UNESCO, 1995). No Brasil, não foi diferente. Destaca-se que, na década de 1990, o país apresentava, em seu Sistema de Ensino Superior, um total de 1.868.529 alunos matriculados. Entretanto, com base no Censo da Educação Superior de 2013, divulgado pelo Ministério da Educação em 2014, já havia 7.526.681 alunos matriculados em 2013 (BRASIL, 2014). Esse aumento de matrículas é atribuído ao aumento da oferta de cursos presenciais e a distância em universidades públicas e privadas, aliadas a um aumento de políticas públicas de acesso à educação superior.

Segundo Romanelli (1991) e Canuto (1987), a educação superior é vislumbrada pela sociedade como a mais certa oportunidade de ascensão social, fazendo com que muitos busquem as instituições de ensino superior com esse intuito. Além disso, de acordo com Sécca e Souza (2009, p.109), outro fator que causou um aumento na demanda por ensino foi o fato de que nas últimas décadas,

[...] as atividades operacionais tornaram-se cada vez mais passíveis de automatização, e as relações comerciais globais se intensificaram. Dessa forma, houve aumento dos requisitos de capacitação para o trabalhador, no que se refere à sua complexidade e ao grau de exigência de conhecimento.

Nesse sentido, tem-se que a população, tendo em vista o cenário e contexto mercadológico e tecnológico em que vivem, tem buscado cada vez mais a especialização e qualificação. Assim, a educação superior toma relevância nesse sentido. No que tange à garantia de acesso à educação superior de qualidade, essa baseia-se a partir da equidade e igualdade de oportunidades, de modo a haver lugares suficientes para que todos os membros da sociedade, que tenham um nível mínimo de preparação, possam participar no ensino superior sem quaisquer tipos de discriminação socioeconômica (McCOWAN, 2007). E quando não há, de fato, o acesso a essas oportunidades a todos os indivíduos que assim o desejarem, é necessária a criação de políticas públicas para ampliar esse acesso.

As políticas públicas podem ser compreendidas como sendo iniciativas governamentais que geram medidas administrativas ou jurídicas de atuação num campo específico para que se possa alcançar um determinado objetivo (FREY, 2000). Sendo que para Hofling (2001, p.31), “se referem a ações que determinam o padrão de proteção social implementado pelo Estado, com o objetivo de diminuir a desigualdade socioeconômica, através da redistribuição dos benefícios sociais”. Portanto, de acordo com o exposto, é possível citar o programa FIES como sendo um exemplo de política pública de acesso ao Ensino Superior.

2.1 FUNDO DE FINANCIAMENTO AO ESTUDANTE DO ENSINO SUPERIOR

A demanda pelo Ensino Superior privado foi incentivada por financiamentos de iniciativa privada e também por programas como o Programa Universidade para Todos (ProUni), que tem como finalidade conceder bolsas de estudos parciais e integrais para estudantes de Instituições de Ensino Superior (IES) privadas, bem como o FIES (SÉCCA; SOUZA, 2009).

O Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES), foi instituído pela lei nº 10.260 em 12 de julho de 2001. Ele possui natureza contábil e é destinado à concessão de financiamento a estudantes regularmente matriculados em cursos superiores não gratuitos e com avaliação positiva nos processos conduzidos pelo Ministério da Educação e Cultura (BRASIL, 2001). Até 2010, uma das críticas dirigidas ao FIES é de que seus recursos eram insuficientes para atender à demanda potencial de alunos carentes que almejavam cursar o Ensino Superior (OLIVEIRA; CARNIELLI, 2010).

Assim, na sequência, a Lei nº 12.202 de 2010, alterou a Lei nº 10.260, procurando ampliar o acesso a tais recursos. Instituiu diversas mudanças, como a redução dos juros, tornou o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) o novo agente operador do FIES e fez outras alterações visando facilitar o acesso ao programa (BRASIL, 2010). Quanto à ampliação deste acesso, salienta-se um estudo de Borges (2012), que teve o propósito de analisar o sistema de financiamento público para acolher alunos na educação superior. Ele verificou que a tendência nas instituições de ensino é fortalecer a adesão dos alunos ao FIES.

Em dezembro de 2014, o Ministério da Educação e Cultura (MEC) definiu as portarias normativas nº 21 e nº 23, que modificam, principalmente, o fluxo de pagamentos às instituições educacionais, reduzindo a quantidade anual de repasses pelo MEC, além de impor novas regras de

pontuação mínima sobre o ENEM para os alunos ingressantes a partir de março de 2015 (BRASIL, 2014).

A partir do segundo semestre de 2015, houve mais uma mudança no Programa FIES. Dessa vez, houve um aumento na taxa de juros para 6,5% ao ano, com o intuito de realizar um realinhamento da taxa de juros às condições existentes no cenário econômico e à necessidade de ajuste fiscal (BRASIL, 2015).

2.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A análise das demonstrações contábeis, segundo Matarazzo (2010, p. 39), busca fornecer informações para a tomada de decisão e, nesse sentido, “o perfeito conhecimento do significado de cada conta facilita a busca de informações precisas”. Sendo assim, de forma complementar, destaca-se que o objetivo das demonstrações contábeis é “fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade” (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2011, p.7).

Uma das técnicas de análise de balanços é a análise através de índices. Os índices são números que se relacionam entre si, através de quocientes. Esses índices podem evidenciar diversos aspectos da empresa, como a estrutura de capitais, liquidez e rentabilidade, bem como avaliação global (MATARAZZO, 2010).

Quantos aos Índices da Análise de Balanços, Matarazzo (2010, p.153) também destaca que os índices podem ser considerados “relações entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, que visam evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa”. Na visão de Marion (2002, p.36), os índices são “relações que se estabelecem entre duas grandezas; facilitam sensivelmente o trabalho do analista, uma vez que a apreciação de certas relações ou percentuais são mais relevantes que a observação de montantes, por si só”. Sendo relevante, portanto, o entendimento dos elementos que geram um índice para uma melhor análise de seu resultado.

2.3 ANÁLISE DE RENTABILIDADE

Matarazzo (2010, p.107) afirma “que a rentabilidade é o principal relatório baseado nas demonstrações financeiras de que podem fazer uso os dirigentes de uma empresa”. E considerando que os eventos que afetam especificamente o setor de atividades em que a empresa atua são uma das variáveis que influenciam a rentabilidade e o preço das ações (INFOMONEY, 2014). As mudanças na legislação que afetem a empresa podem vir a ter seus efeitos manifestados nas demonstrações contábeis.

Quinteiro (2004) destaca que a evidenciação de informações contábeis reduz a assimetria de informações no mercado. Portanto, o investidor, ao ter acesso às informações contábeis, reduz o risco de cometer erros em suas decisões, aumentando a atração de capitais. Nesse sentido, a análise da rentabilidade pode ser considerada como sendo uma das mais importantes análises das demonstrações financeiras, sendo que tem como objetivo apresentar o retorno do capital investido e identificar as razões e fatores que levaram a esta rentabilidade (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010).

De acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis:

As informações referentes ao desempenho da entidade, especialmente à sua rentabilidade, são requeridas com a finalidade de avaliar possíveis mudanças necessárias na composição dos recursos econômicos que provavelmente serão controlados pela entidade. [...] As informações sobre os resultados são úteis para prever a capacidade que a entidade tem de gerar fluxos de caixa a partir dos recursos atualmente controlados por ela. Também é útil para a avaliação da eficácia com que a entidade poderia usar recursos adicionais (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2011, p.9).

Na visão de Borinelli (1998), os índices de rentabilidade procuram evidenciar qual foi a rentabilidade dos capitais investidos, ou seja, o resultado das atividades realizadas por uma empresa em determinado período. Nesse sentido, Wernke (2008) complementa, salientando que, ao avaliarem a rentabilidade, os investidores terão condições de decidir se vale a pena ou não manter determinado investimento.

Conforme Iudícibus (2010b, p.118), “devemos relacionar um lucro de um empreendimento com algum valor que expresse a dimensão relativa do mesmo, para analisar quão bem se saiu a empresa em determinado período”.

Gitman (2004) descreve que existem várias formas de identificar a rentabilidade de uma empresa. O analista pode mensurar os lucros da empresa em relação à quantidade de vendas, aos ativos ou ao volume de capital investido. Uma das maneiras de se calcular a rentabilidade é através do cálculo da taxa de retorno sobre o capital próprio (*Return on equity*: $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$) que “evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa.” (WERNKE, 2008, p.267).

Conforme afirma Matarazzo (2010, p.116) “[...] o papel do índice de rentabilidade do Patrimônio Líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio. Essa taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado [...]. Com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas [outras] opções”. Assim, a partir do seu cálculo da rentabilidade, relaciona-se este índice com participação dos proprietários dos negócios da empresa, demonstrando o retorno sobre o investimento nestes negócios (IUDÍCIBUS, 2010a).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Os procedimentos metodológicos têm relação direta com o processo (como fazer algo). Esta definição está embasada no radical Grego, métodos = ‘caminho para chegar a um fim’ e logia = ‘estudo de’ (ANDRADE, 2002). Assim, este tópico tem o objetivo de apresentar tal processo.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa realizada é classificada quanto aos seguintes aspectos: (a) pela forma de abordagem do problema, (b) de acordo com seus objetivos e (c) com base nos procedimentos técnicos utilizados. Nessa ordem, ela é quantitativa, descritiva e documental.

Pela abordagem do problema, esta pesquisa é classificada como quantitativa, pois trata-se de uma pesquisa que é fundamentada na coleta de dados contábeis, bem como na realização de cálculos de índices de correlação e rentabilidade para a análise das demonstrações contábeis.

Pelos objetivos, classifica-se como descritiva, pois estabelece uma relação entre as variáveis e se preocupa com análise e interpretação dos dados coletados. Sendo que, conforme destaca Andrade (2002), a preocupação da pesquisa descritiva está em observar, catalogar, registrar, classificar e interpretar os fatos. Do mesmo modo, de acordo com Triviños (1987), o

estudo descritivo exige do pesquisador uma delimitação precisa de técnicas, métodos, modelos e teorias que orientarão a coleta e interpretação dos dados, cujo objetivo é dar validade científica à pesquisa.

Quanto aos procedimentos, a pesquisa classifica-se como documental. Segundo Gil (2008) esta refere-se aos materiais utilizados, onde que normalmente não receberam ainda um tratamento analítico com o viés do estudo em pauta (como, por exemplo, ofícios; documentos de órgãos público e privados; boletins; memorandos; atas de reunião; etc).

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Sob a ótica documental, nesta pesquisa foram analisados os dados das Demonstrações Contábeis das empresas divulgadas no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM - <http://www.cvm.gov.br/>). A população estudada constitui-se das empresas do setor educacional que são afetadas pelo programa FIES, e a amostra são as empresas deste setor que tenham ações negociáveis na BM&FBOVESPA e as suas demonstrações contábeis divulgadas dos anos de 2011 a 2014. Sendo assim, as empresas que compõem a amostra são as seguintes: (i) ESTÁCIO PARTICIPACOES S.A. e (ii) KROTON EDUCACIONAL S.A. Sendo assim, a escolha dessas empresas justifica-se pelo fato de que elas cumprem os requisitos apresentados anteriormente e porque ambas são *holdings* detentoras, direta ou indiretamente, de participação societária de diversas instituições de Ensino Superior que utilizam o Programa FIES.

A Estácio Participações S.A. é uma das maiores organizações privadas no setor de Ensino Superior no Brasil em números de alunos matriculados. Em 30 de setembro de 2015, contava com 537 mil alunos matriculados nas modalidades presencial e a distância, em cursos de graduação e pós-graduação. A Estácio Participações é registrada junto à CVM, tendo suas ações listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Em 2011, esta Instituição lançou o Programa de ADRs Nível I, com o objetivo de ampliar as possibilidades dos investidores na Companhia, bem como aumentar a liquidez das ações. Cada ADR representa uma ação ordinária, que é negociada no mercado de balcão americano. (ESTÁCIO, 2015a)

Quanto a Kroton Educacional S.A., esta também é uma das maiores organizações educacionais privadas do Brasil e do mundo, com uma trajetória de mais de 45 anos na prestação de serviços no Ensino Fundamental e de mais de 10 anos no Ensino Superior. Em 2010, a Kroton Educacional S.A. adquiriu o Grupo IUNI Educacional, instituição que também atuava na graduação e pós-graduação presencial. Em 2011, o destaque foi a aquisição da Universidade Norte do Paraná (Unopar), a maior instituição de Educação a Distância do país. (KROTON, 2015a). Em 2014, a Kroton Educacional S.A. realizou a fusão com a Anhanguera, consolidando sua liderança tanto no ensino Presencial como na Educação a Distância. Esta instituição também tem suas ações listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBovespa e no mercado de balcão em Nova Iorque (REVISTA ÉPOCA NEGÓCIOS, 2014).

A coleta dos dados foi realizada a partir das demonstrações contábeis consolidadas e notas explicativas dessas duas Companhias, divulgadas na CVM e no *website* Institucional (ESTÁCIO, 2015b; KROTON, 2015b; CVM, 2015). Foram coletados dados referentes aos Ativos, Patrimônio Líquidos, Resultados e demais informações/indicadores para avaliação da representatividade dos repasses do FIES (Ex.: presentes nas notas explicativas do Contas a Receber das instituições), Contas a Receber Total, Ativo Circulante Total, Lucro Líquido e Patrimônio Líquido dos períodos analisados.

3.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E DE CORRELAÇÃO

A partir dos dados coletados, foram analisadas as demonstrações contábeis e evidenciados os valores referentes aos repasses do FIES e o quanto este representou em percentual no Contas a Receber e no Ativo Circulante durante o período analisado. Posteriormente, a partir do Lucro Líquido e Patrimônio Líquido foi calculado o indicador de rentabilidade: ROE. A partir desse indicador, foram analisados os resultados, evidenciando as variações na rentabilidade das empresas durante o período analisado.

Efetuiu-se também uma análise de correlação para estimar o grau de relacionamento entre as variáveis, fornecendo um número, indicando como as variáveis variam conjuntamente. A Análise de Correlação é uma ferramenta muito importante para as diferentes áreas do conhecimento (LIRA, 2004). Segundo Bello (2005), o coeficiente de correlação pode ser positivo quando, à medida que uma variável X aumenta, o valor de outra variável Y também aumenta. O coeficiente é negativo quando, à medida que X aumenta, o valor de Y diminui. E o coeficiente também pode ser nulo, quando não for possível estabelecer uma relação entre variáveis X e Y.

Lira (2004, p.1) afirma que a Análise de Correlação “mede a intensidade e a direção da relação linear ou não-linear entre duas variáveis. É um indicador que atende à necessidade de se estabelecer a existência ou não de uma relação entre essas variáveis sem que, para isso, seja preciso o ajuste de uma função matemática”. Sendo assim, o coeficiente de correlação varia também conforme a intensidade. Nesse sentido, Callegari-Jacques (2003) afirma que o coeficiente de correlação de 0 a 0.30 indica uma correlação fraca, de 0.30 a 0.70 indica correlação moderada, de 0.70 a 0.90 indica correlação forte e a partir de 0.90 indica uma correlação linear muito forte.

Sob esse enfoque, verificou-se a correlação entre as variações na rentabilidade das empresas e as variações na utilização do FIES pelas instituições de ensino. Para o cálculo da correlação entre as variáveis, foi utilizada a ferramenta “Estatística/Correlação” do *software* Microsoft Excel 2010, onde o resultado do coeficiente de correlação de Pearson, pode variar de -1,00 a +1,00.

4 ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os dados obtidos, analisando-os com base na aplicação dos conceitos apresentados no referencial teórico e na metodologia explicitada.

A Tabela 1 evidencia o percentual do Contas a Receber, referentes aos repasses do FIES, e o percentual do repasses do FIES dentro do Ativo Circulante da Estácio Participações S.A. durante o período analisado.

Tabela 1 - Resultados consolidados do FIES da Estácio Participações S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	CONTAS A RECEBER DO FIES (LÍQUIDO DA PROVISÃO DE CLD)	CONTAS A RECEBER ATIVO CIRCULANTE TOTAL		ATIVO CIRCULANTE TOTAL	
	R\$	R\$	% do FIES no Conta a Receber Total	R\$	% do FIES no Ativo Circulante
2014	137.370,00	451.414,00	30,43%	1.475.750,00	9%
2013	78.885,00	334.632,00	23,57%	1.270.001,00	6%
2012	55.735,00	279.657,00	19,93%	511.227,00	11%
2011	36.227,00	244.070,00	14,84%	492.239,00	7%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Conforme se verifica na Tabela 1, no primeiro ano analisado (2011), o valor referente aos repasses do FIES eram de R\$ 36.227,00, representando cerca 15 % do Contas a Receber do período. No ano de 2014, esse valor aumentou para R\$ 137.370,00, representando cerca de 30% do Contas a Receber do período, ou seja, em média, tais valores ultrapassaram 20% dessa conta de 2011 a 2014. Também é importante notar que os valores dos repasses do FIES representam uma quantia considerável no Ativo Circulante da empresa, sendo que este representou cerca de 6 a 11 % do Ativo Circulante Total nos períodos analisados.

A Tabela 2 evidencia o percentual do Contas a Receber referentes aos repasses do FIES e o percentual do repasses do FIES dentro do Ativo Circulante da empresa Kroton Educacional S.A. durante o período analisado.

Tabela 2 - Resultados consolidados do FIES da empresa Kroton Educacional S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	CONTAS A RECEBER DO FIES (LÍQUIDO DA PROVISÃO DE CLD)	CONTAS A RECEBER ATIVO CIRCULANTE TOTAL		ATIVO CIRCULANTE TOTAL	% do FIES no Ativo Circulante
		R\$	% do FIES no Conta a Receber Total		
2014	314.538,00	732.410,00	42,95%	1.450.571,00	22%
2013	153.268,00	328.141,00	46,71%	835.079,00	18%
2012	83.531,00	245.104,00	34,08%	540.543,00	15%
2011	95.381,00	240.588,00	39,64%	457.129,00	21%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Como se verifica na Tabela 2, no primeiro ano analisado (2011), os valores referentes aos repasses do FIES eram de R\$ 95.381,00, representando cerca de 40% do Contas a Receber do período e, no ano de 2014, esse valor aumentou para R\$ 314.538,00, representando cerca de 43% do Contas a Receber do período. Portanto, é possível afirmar que os valores referentes aos repasses do FIES, e seu percentual dentro do Contas a Receber, aumentaram no decorrer dos anos os anos analisados, com exceção do ano 2013, quando houve redução. Também é possível notar que os valores dos repasses do FIES representam uma quantia substancial no Ativo Circulante da empresa, sendo que estes representaram cerca de 15% a 22% do Ativo Circulante Total, nos períodos analisados.

Na sequência, apresenta-se as informações relativas a rentabilidade das empresas analisadas. O indicador utilizado foi o ROE de forma a evidenciar o rendimento do capital próprio (MATARAZZO, 2010; WERNKE, 2008). Portanto, com esse índice, destaca-se informações relacionadas a participação dos proprietários no capital da empresa e o retorno sobre esse investimento (IUDÍCIBUS, 2010a). Na Tabela 3 evidencia a rentabilidade da primeira empresa analisada, a Estácio Participações S.A., sendo calculada através do indicador da taxa de retorno sobre o capital próprio (*Return on equity*: $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$). Tabela 3 – Indicador de Rentabilidade ROE da Estácio Participações S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	LUCRO LÍQUIDO	PATRIMONIO LÍQUIDO	ROE
2014	425.645,00	2.392.860,00	18%
2013	244.707,00	1.517.642,00	16%
2012	109.687,00	707.035,00	16%
2011	70.155,00	618.935,00	11%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Como se verifica na Tabela 3, a rentabilidade da Estácio Participações S.A., em 2011, já foi em torno de 11%. Este valor só aumentou nos anos seguintes: em 2012 e 2013 girou em torno de 16%, e, em 2014, a rentabilidade da instituição subiu para quase 18%.

Partindo para a análise da segunda Instituição, a Tabela 4 evidencia a rentabilidade da Kroton Educacional S.A., sendo calculada pelo ROE (Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido).

Tabela 4 – Indicador de Rentabilidade ROE da Kroton Educacional S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	LUCRO LÍQUIDO	PATRIMONIO LÍQUIDO	ROE
2014	1.000.600,00	11.446.408,00	9%
2013	516.571,00	2.618.689,00	20%
2012	202.044,00	2.246.204,00	9%
2011	37.375,00	1.475.331,00	3%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Conforme se verifica na Tabela 4, a rentabilidade da Kroton Educacional S.A., no ano de 2011, foi em torno de 3%, sendo que rentabilidade da empresa aumentou consideravelmente nos dois anos seguintes, chegando a quase 20% em 2013. Porém, em 2014, a rentabilidade foi muito menor do que a do ano anterior, mas, mesmo assim, chegou próximo a 10%, ou seja, bastante superior à de 2011.

De 2013 para 2014, ocorreu uma redução em virtude de que a Kroton Educacional S.A. adquiriu a empresa Anhanguera. Isso fez com que o Patrimônio Líquido dessa Instituição aumentasse em R\$ 8.308.526,00, segundo o divulgado nas notas explicativas da empresa. E como o ROE é calculado pelo Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido, isso fez com que o valor da rentabilidade fosse menor do que o esperado.

A Tabela 5 exhibe a correlação entre os valores referente aos repasses do FIES e a rentabilidade da Estácio Participações S.A. no período de 2011 a 2014.

Tabela 5 – Correlação FIES e Rentabilidade da Estácio Participações S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	CONTAS A RECEBER DO FIES (LÍQUIDO DA PROVISÃO DE CLD)	ROE
2014	137.370,00	18%
2013	78.885,00	16%
2012	55.735,00	16%
2011	36.227,00	11%
CORRELAÇÃO		85,62%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Conforme se verifica na Tabela 5, a correlação entre os valores referentes aos repasses do FIES e a rentabilidade da Estácio Participações S.A. foi de 85,62%. Segundo a classificação de Callegari-Jacques (2003), essa correlação é considerada como uma correlação forte.

A Tabela 6 exibe a correlação entre os valores referente aos repasses do FIES e a rentabilidade da Kroton Educacional S.A. no período de 2011 a 2014.

Tabela 6 - Correlação FIES e Rentabilidade da Kroton Educacional S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	CONTAS A RECEBER DO FIES (LÍQUIDO DA PROVISÃO DE CLD)	ROE
2014	314.538,00	9%
2013	153.268,00	20%
2012	83.531,00	9%
2011	95.381,00	3%
CORRELAÇÃO		13,14%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Como se verifica na Tabela 6, a correlação entre os valores referentes aos repasses do FIES e a rentabilidade da empresa foi de apenas 13,14%. Essa correlação, de acordo com a classificação de Callegari-Jacques (2003), é considerada como uma correlação fraca.

Portanto, como é possível observar a correlação entre os valores referentes aos repasses do FIES e a rentabilidade da empresa Kroton Educacional S.A. foi muito menor do que a correlação da Estácio Participações S.A.

O principal motivo para dessa diferença tão ampla foi que, em 2014, a Kroton Educacional S.A. realizou a fusão com a empresa Anhanguera (REVISTA ÉPOCA NEGÓCIOS, 2014). Em função dessa fusão, segundo as notas explicativas divulgadas, o Patrimônio Líquido da Kroton Educacional S.A. aumentou em R\$ 8.308.526,00. Assim, uma vez que o indicador ROE é calculado pelo Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido, tal fusão fez com que o valor da rentabilidade fosse menor do que o esperado nesse último ano, o que distorceu a correlação.

Porém, se considerarmos apenas o ROE, calculado de 2011 a 2013, e os repasses do FIES em tais anos, não considerando o ano de 2014 para o cálculo da correlação, o valor da correlação seria de 85,74%, como mostra a Tabela 7 a seguir:

Tabela 7 - Correlação FIES e Rentabilidade da Kroton Educacional S.A. desconsiderando o ano de 2014

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	CONTAS A RECEBER DO FIES (LÍQUIDO DA PROVISÃO DE CLD)	ROE
2013	153.268,00	20%
2012	83.531,00	9%
2011	95.381,00	3%
CORRELAÇÃO		85,74%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas Demonstrações Contábeis (CVM, 2015).

Portanto, a correlação exibida na Tabela 7, de acordo com a classificação de Callegari-Jacques (2003), é considerada como uma correlação forte. É possível observar também que essa

nova correlação seria muito próxima da correlação calculada para a Estácio Participações S.A.(Tabela 5).

Durante a realização deste estudo, foi interessante constatar que o indicador ROE possui algumas limitações, como percebe-se na Tabela 6. Pelo fato de que esse indicador foi calculado usando-se o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido, no momento em que a Kroton Educacional S.A. realizou a fusão com a empresa Anhanguera, o seu Patrimônio Líquido subiu muito no período, em função da contabilização do Patrimônio Líquido da empresa adquirida e do *Goodwill*. Entretanto, o Lucro Líquido, evidentemente, não subiu na mesma proporção. Isso fez com que o ROE apontasse queda na rentabilidade da empresa quando comparado ao ano anterior, justamente pelo fato de que o ROE indica o retorno sobre o Patrimônio e, naquele ano, o investimento foi muito maior do retorno sobre esse patrimônio. Portanto, o indicador ROE acaba tendo como limitação o fato de esse refletir o aumento do Patrimônio Líquido em função do *Goodwill* como sendo algo exclusivamente negativo e que apenas diminui a rentabilidade da empresa no período.

Finalizando a análise, foi possível concluir que, de acordo com o evidenciado nas Tabelas 5 e 7, existe uma correlação forte entre os repasses do programa FIES e a rentabilidade das instituições que utilizam este programa. Portanto, o FIES exerceu uma influência significativa sobre a rentabilidade das empresas analisadas nos períodos estudados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar o impacto do FIES na rentabilidade de empresas do setor educacional, durante o período de 2011 a 2014, através da análise das Demonstrações Contábeis de duas das principais instituições privadas do Brasil do setor educacional que tem suas ações negociadas na BOVESPA e, portanto, têm suas demonstrações divulgadas na base de dados da CVM. Assim, através da análise de correlação entre a rentabilidade (calculada através do Indicador ROE) e os valores do Contas a Receber, referentes aos repasses do FIES nos períodos observados, foi possível concluir que, de fato, há uma forte correlação entre essas tais variáveis, conforme evidenciado nas tabelas 5 e 7 da seção 4.

Portanto, saber da existência dessa correlação pode ser importante para que o governo conheça o impacto que o programa FIES tem nas empresas do setor educacional, de modo que ele possa evitar a criação de modificações ao programa que possam vir a prejudicar essas instituições e, conseqüentemente, aos estudantes beneficiados desse programa. Além disso, também é importante as organizações conhecerem essa correlação para avaliarem o seu percentual de receita proveniente desse programa, de modo a evitarem de ficar com a receita muito dependente, tendo em vista que este programa pode vir a ser modificado conforme o interesse político do governo.

Ademais, pode-se constatar que os valores dos repasses do FIES representaram quantias consideráveis no Ativo Circulante da Estácio Participações S.A., importando, nos períodos analisados, em uma média de aproximadamente 9% do total do Ativo Circulante Total. Já para a Kroton Educacional S.A. tais repasses representaram quase o dobro desse percentual (em média cerca de 18% do total do Ativo Circulante nos anos estudados). Tais percentuais evidenciam a importância desse Fundo de Financiamento do Ministério da Educação nos ativos das duas instituições.

Também se observou que tal programa impactou na rentabilidade de ambas as instituições. Na Kroton Educacional S.A., o aumento da rentabilidade foi significativo no decorrer dos anos 2011 a 2013. Somente em 2014, o índice de rentabilidade foi menor do que a do ano anterior, porque ocorreu a aquisição do investimento na empresa Anhanguera. Isso fez com que o Patrimônio Líquido dessa Instituição aumentasse, porém fez com que a rentabilidade diminuísse nesse último ano, porém, caso isso não houvesse ocorrido, os reflexos do FIES seriam igualmente positivos. Quando se analisa a rentabilidade da Estácio Participações S.A. percebe-se que nessa, em 2011, a rentabilidade, que já era em torno de 11%, majorou para em torno de 16% a 18% entre 2012 e 2014.

Neste estudo analisou-se os anos de 2011 a 2014, contudo acrescenta-se que, em dezembro de 2014, o MEC divulgou as normativas nº 21 e 23 modificando o fluxo de pagamentos às instituições educacionais e reduzindo os volumes anuais de repasses. Além disso, estabeleceu novas normas de pontuação mínima no ENEM para os alunos ingressantes a partir de março de 2015 (BRASIL, 2014). Assim, como sugestão para estudos futuros, tendo em vista algumas limitações deste estudo, sugere-se a continuidade desta pesquisa nos próximos anos, principalmente devido às mudanças ocorridas no programa FIES durante o ano de 2015, como o aumento na taxa de juros do financiamento para 6,5% ao ano, em função do ajuste fiscal (BRASIL, 2015).

Portanto, dar continuidade a esta pesquisa a partir da análise dos Demonstrações Contábeis divulgadas das empresas analisadas nos próximos anos seria pertinente, pois possibilitaria ter uma noção do impacto dessas novas mudanças no programa FIES nas Instituições Privadas de Ensino Superior. Além disso, sugere-se aplicações de outras técnicas estatísticas em estudos futuros, vez que a correlação não possibilita a captação do impacto total do FIES no ROE, haja vista existirem outros fatores que podem influenciar no desempenho dessas instituições e não puderam ser identificados.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Maria Margarida de. Como Preparar Trabalhos Para Cursos de Pós-Graduação: Noções Práticas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BELLO, Pedro. Estatística Básica para Concursos. 1. ed. Rio de Janeiro: Ed. Ferreira, 2005.

BORGES, Francisco Carlos D'Emílio. Financiamento Público e ampliação do Acesso ao Ensino Superior no Brasil. 2012. Dissertação (Mestrado em Educação) – Universidade Cidade de São Paulo. São Paulo, 2012. Disponível em: <http://arquivos.cruzeirodosuleducacional.edu.br/principal/old/mestrado_educacao/dissertacoes/2012/dissertacao_francisco_carlos_borges.pdf> Acesso em: 04 mai. 2015

BORINELLI, Marcio Luiz. A identificação do ciclo de vida das pequenas empresas através das demonstrações contábeis. 1998. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 1998.

BRASIL. Presidência da República. 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. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10260.htm>. Acesso em: 04 nov. 2014.

_____. Presidência da República. Lei nº 12.202, de 14 de janeiro de 2010. Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior - FIES. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/Lei/L12202.htm>. Acesso em: 04 nov. 2014.

_____. Ministério da Educação. Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP). Resultados do Censo da Educação Superior 2013. Brasília: INEP, 2014. Disponível em: <<http://www.inep.gov.br>> Acesso em: 24 out. 2015.

_____. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 21, de 26 de dezembro de 2014. Altera dispositivos das Portarias Normativas MEC nº 2, de 31 de agosto de 2008; nº 1, de 22 de janeiro de 2010; nº 10, de 30 de abril de 2010; nº 15, de 8 de julho de 2011; nº 23, de 10 de novembro de 2011; nº 25, de 22 de dezembro de 2011; nº 16, de 4 de setembro de 2012; nº 19, de 31 de outubro de 2012; e nº 28, de 28 de dezembro de 2012, que dispõem sobre o Fundo de Financiamento Estudantil - FIES. Disponível em: <http://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_normativa_21_26122014_compilada_050115.pdf>. Acesso em: 10 maio 2015

_____. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 23, de 29 de dezembro de 2014. Altera dispositivos das Portarias Normativas MEC nº1, de 22 de janeiro de 2010, nº15, de 8 de julho de 2011, e nº 21, de 26 de dezembro de 2014, que dispõem sobre o Fundo de Financiamento Estudantil - FIES. Disponível em: <http://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_23_29122014.pdf>. Acesso em: 10 maio 2015

_____. Ministério da Educação. Fundo de Financiamento Estudantil. Disponível em: <<http://sisfiesportal.mec.gov.br/fies.html>> Acesso em: 25 out 2015

CALLEGARI-JACQUES, Sidia M. Bioestatística: princípios e aplicações. 1. ed. Porto Alegre: Artemed, 2003.

CANUTO, Vera Regina Albuquerque. Políticos e Educadores: a organização do ensino superior no Brasil. 1. ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1987.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 29 nov. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Consulta de Documentos de Companhias Abertas por Ordem Alfabética. Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAbOrdAlf.aspx>>. Acesso em: 01 set 2015.

ESTÁCIO Participações. Histórico e Perfil Corporativo. 2015a. Disponível em:<http://www.estacioparticipacoes.com/estacio2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30092>. Acesso em: 28 ago. 2015.

_____. Informações aos Investidores. Dados operacionais, Demonstração de Resultados e Balanço Patrimonial. 2015b. Disponível em: <<http://fundamentos.mz-ir.com/Default.aspx?c=156&f=749&cc=3&u=1&idm=0>>. Acesso em: 02 set. 2015.

FREY, Klaus. Políticas Públicas: um debate conceitual e reflexões referentes à prática da análise de políticas públicas no Brasil. Planejamento e Políticas Públicas, Brasília n. 21 p.211-259, jun. 2000.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GITMAN, L. J. Princípios de Administração Financeira. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

HOLFLING, Eloisa de Mattos. Estado e políticas (públicas) sociais. Caderno Cedes, Campinas, vol. 21, nº 55 p. 30-41, nov. 2001.

IUDÍCIBUS, S. Contabilidade Introdutória. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2010a.

_____. Análise De Balanço. 10. Ed. . São Paulo: Atlas, 2010b.

INFOMONEY. Como Funciona o mercado de ações. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/minhas-financas/noticia/527576/como-funciona-mercado-acoas>>. Acesso em: 31 out. 2014.

KROTON Educacional. Perfil Corporativo. 2015a. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>> Acesso em: 18 ago. 2015.

_____. Documentos CVM: IAN - Informações Anuais. 2015b. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>> Acesso em: 22 ago. 2015.

LIRA, Sachiko Araki. Análise de Correlação: Abordagem teórica e de construção dos coeficientes com aplicações. Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Métodos Numéricos em Engenharia dos Setores de Ciências Exatas e de Tecnologia da Universidade Federal do Paraná, 2004.

MARION, Jose Carlos. Análise das Demonstrações Contábeis. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARINELLI, C. R. G. Programa Universidade para Todos: aspectos da cidadania fragmentada. 2010. 209 f. Tese (Doutorado em Educação) – Programa de Pós-Graduação em Educação. Universidade Metodista de Piracicaba, Piracicaba, São Paulo.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise Financeira de Balanço. 7. ed. São Paulo:Atlas, 2010.

MCCOWAN, Tristan. Expansion Without equity an analysis of current policy on access to higher education in Brazil. In: Higher Education: An international journal of Higher Education and educational planning; New York: Publish Springer, vol 53, n ° 5 p. 579-598, 2007.

OLIVEIRA, Zenaide dos Reis Borges Balsanulfo de; CARNIELLI, Beatrice Laura. Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES): visão dos estudantes. Jornal de Políticas Educacionais. n. 7, p. 35-40, 2010. Disponível em: <http://www.jpe.ufpr.br/n7_4.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2015.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. Análise das Demonstrações Financeiras. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

QUINTEIRO, Lúis Gustavo do Lago. A relação entre a evidenciação de informações contábeis e a volatilidade dos retornos das ações no Brasil. In: CLADEA, 39., 2004, República Dominicana. Anais... República Dominicana: CLADEA, 2004. CD-ROM.

REVISTA ÉPOCA NEGÓCIOS. Acionistas aprovam fusão da Kroton e Anhanguera. Editora Globo S/A. São Paulo, set. 2014. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/07/acionistas-aprovam-fusao-da-kroton-e-anhanguera.html>>. Acesso em: 10 jul 2015.

ROMANELLI, Otaíza de Oliveira. História da Educação no Brasil (1930/1973). 14. ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1991.

SAMOR, Geraldo. Governo aperta o cinto e sobe a barra no FIES. VEJA, São Paulo, jan. 2015. Disponível em: < <http://veja.abril.com.br/blog/mercados/educacao/governo-aperta-o-cinto-e-sobe-a-barra-no-fies>>. Acesso em: 10 maio 2015.

SÉCCA, Rodrigo Ximenes; SOUZA, Rodrigo Mendes Leal. Análise do setor de ensino superior privado no Brasil. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 30 , p. 109-156, set. 2009.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

UNESCO. Policy Paper for Change and Development in Higher Education. Paris: UNESCO. 1995.

WERNKE, Rodney. Gestão Financeira: Ênfase em Aplicações e Casos Nacionais. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.