



such as the economic value added, were then calculated, and then correlated to the measure of external performance, the Beta, and the capital structure. It was sought to reflect the return of the assets considering the current performance of the companies in the sector. The procedures adopted in the empirical investigation provided support for the increase in value destruction in 2015, confirming the assertion that the companies of the sector have lived a magical cycle and will now have challenges imposed by a cycle that gives indications of being tragic.

**Keywords:** value generation; performance evaluation; educational services.

## **1 - INTRODUÇÃO**

A motivação para a realização deste artigo partiu da afirmação “Do Ciclo Mágico para o Ciclo Trágico: Do céu ao inferno - grupos e redes educacionais” (CM Consultoria de Administração Ltda, 2015). Esta assertiva traduz como ciclo mágico o período até o final de 2014 em que as grandes empresas educacionais apresentavam-se para os investidores do mercado financeiro como uma interessante e rentável alternativa de investimento. Em contrapartida o ciclo trágico seria o período iniciado em 2015, em que houve uma inversão de expectativas no setor, afastando, conseqüentemente, os olhares dos investidores. O desinvestimento do governo no setor aparece como a mola propulsora para a polarização destes ciclos.

Nesse sentido, este estudo corrobora para clarear as lacunas do desempenho das empresas do setor de Serviços Educacionais da BM&FBovespa. Representa mais um instrumento de análise que contribuirá para o avanço das pesquisas que envolvem o assunto. Neste contexto, analisar o desempenho das organizações por meio da geração de valor e da estrutura de capital é uma das grandes provocações dos profissionais envolvidos com as finanças corporativas. Uma das funções da valoração de uma empresa é possibilitar, a partir de uma mensuração, uma tomada de ação mais consistente e eficaz. Além da difícil tarefa de mensurar o valor da empresa é necessário compreender os valores que estão contribuindo para criar ou destruir valor na organização.

Com a abertura dos mercados e a crescente competitividade as empresas passaram a procurar incansavelmente técnicas mais eficazes na valoração dos negócios. A busca pela redução de custos e pela melhoria contínua do desempenho parece uma premissa. Nesse sentido, interpretar adequadamente o contexto que envolve as organizações é simplesmente uma condição básica e fundamental (MALVESSI, 2001). Calil (2002) relaciona as políticas de investimento, financiamento e dividendos com a geração de valor, afirmando que criar

valor para o acionista é fazer que o preço de mercado da empresa exceda o valor por ele investido, e o fundamento da teoria financeira é a otimização das políticas de investimento, de financiamento e de dividendos de modo a atingir esse objetivo.

Muitas são as possibilidades de medição dos valores do negócio, contudo, Tavares e Liza (2010) entendem que é indispensável avaliar se a organização gera valor suficiente para acobertar os investimentos e assumir os riscos das atividades. Silva (2010) complementa que poucos são os estudos comparando as medidas de desempenho baseadas na criação de valor e comparando concomitantemente com as medidas tradicionais em empresas brasileiras.

Em decorrência destas constatações e premissas o problema da presente pesquisa pode ser sintetizado na seguinte questão: como foi a geração de valor das empresas do Setor de Serviços Educacionais da BM&FBovespa? Logo, o artigo tem por objetivo realizar uma análise empírica do desempenho das empresas do Setor de Serviços Educacionais da BM&FBovespa no período compreendido entre 2008 e 2015, por meio de medidas de desempenho, geração de valor e estrutura de capital. Ao mesmo tempo que é necessário ter a visão consolidada do resultado do grupo empresarial, é preciso avaliar os resultados por seguimento de negócio (PADOVEZE, 2013). Portanto, foi necessário identificar quais variáveis contribuíram para a Anima, Anhanguera, Estácio, Kroton e Ser Educacional gerarem ou destruírem valores, bem como, se a Estrutura de Capital interferiu no desempenho das empresas do Setor. Para tanto, foi necessário identificar se as políticas educacionais, econômicas, impactaram no valor das empresas que compuseram a amostra. O estudo proporcionou elementos para constatar se realmente a afirmação “Do Ciclo Mágico para o Ciclo Trágico: Do céu ao inferno - grupos e redes educacionais” é verdadeira. Desta forma, espera-se fomentar a utilização de práticas de gestão baseada em valor por parte de profissionais, analistas de mercado, estudantes e interessados em avaliações de empresas.

Além da introdução, este trabalho é dividido em mais cinco partes. Na próxima seção, apresenta-se a fundamentação teórica analisando os principais aspectos da avaliação de desempenho e geração de valor por meio de indicadores como lucro, EBITDA, ROA, ROI, ROE, EVA e a estrutura de capital. Os aspectos metodológicos são tratados na seção seguinte. Por fim, apresentam-se os resultados, as discussões finais e as referências bibliográficas.

## **2 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Sistemas de medição de desempenho deveriam consistir de número adequado de indicadores, os quais podem suportar o processo de tomada de decisão, fornecendo representações claras e verdadeiras do desempenho (MICHELIA e MARIB, 2014).

A gestão baseada em valor (*Value Based Management* - VBM), deve orientar as decisões da empresa para aumentar a riqueza dos acionistas. Exige uma mudança de postura da empresa e da administração, motivando todos os agentes a participarem do processo de criação de valor. Assim, a VBM deve estar presente em todas as decisões que interferem no valor econômico da empresa (ASSAF NETO, 2014). Para Malmi e Ikäheimo (2003) tanto o VBM, quanto o *Economic Value Added* (EVA) podem ser aplicados para o orçamento de capital, avaliação, gestão e controle.

A abordagem do valor torna-se instrumento dos gestores internos das organizações, funcionando como uma ferramenta que liga as decisões estratégicas às ações operacionais. Por meio dos *value drivers* (direcionadores de valor – indicadores menores) é possível alinhar as ações no curto prazo com a meta financeira de longo prazo da empresa, a maximização de valor (MARTINS *et al.*, 2014).

Um dos principais objetivos da empresa é a maximização do fluxo de dividendos aos acionistas ao longo de toda a vida da empresa, ou a maximização do valor de mercado da empresa ao final de sua vida ou em pontos intermediários. (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 2010). Assim, a criação de valor é entendida quando o preço de mercado da empresa apresentar uma valorização relacionada à sua capacidade de melhor remunerar o custo de oportunidade de seus proprietários. Ittner e Larcker (2001) sugerem que a Gestão Baseada em Valor consiste de seis passos básicos: (I) Determinar objetivos internos que levam ao aumento de valor do acionista; (II) A seleção de estratégias e modelos organizacionais compatíveis com a realização dos objetivos escolhidos; (III) Identificar as variáveis de desempenho específicos, ou "drivers de valor", que realmente criam valor no negócio considerando as estratégias e estrutura organizacionais; (IV) Desenvolvimento de planos de ação, seleção de medidas de desempenho e definição de metas com base nas prioridades identificadas na análise *drives* de valor; (V) Avaliar o sucesso dos planos de ação e condução de desempenho organizacional e avaliação gerencial; (VI) Avaliar a progresso dos objetivos internos da organização, estratégias, planos e controle.

Desta forma, para exercer esta gestão baseada em valor apropriadamente é essencial que informações sobre a *performance* da organização estejam disponíveis e retratem verdadeiramente a situação da organização. Assim é necessário que o sistema contábil se

adapte a este cenário. Porterfield (1976) complementa destacando que o conhecimento dos objetivos empresariais é o ponto chave na tomada de decisão em uma base racional dentro das organizações, pois, os objetivos atuam como um critério de medição. Correa *et al.* (2012) destacam que a Teoria dos *Shareholders* defende que a empresa deveria maximizar o bem-estar econômico de seus proprietários como objetivo principal. Baseada nessa teoria, surge a gestão baseada no valor, que nada mais é do que gerir a empresa de acordo com o objetivo de maximização de riqueza dos acionistas, ou seja, gerar valor (DAMODARAN, 2007).

Para Frezatti (2003) a gestão baseada em valor leva a organização a preocupar-se com o efetivo impacto de suas ações sobre o valor da entidade, dimensão que leva em conta variáveis internas e externas. Para Malvessi (2001) usar a metodologia de gestão com foco na criação de valor ao acionista é uma técnica alternativa para evitar a leitura incorreta do desempenho de empresas como o EBITDA (*Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*) e Fluxo de Caixa Operacional, os quais não incorporam medidas básicas como a remuneração do capital próprio e o risco envolvido nas operações. A seguir demonstram-se critérios de medição de desempenho empresarial, bem como a Estrutura de Capital que trata de um aspecto fundamental para a criação de valor.

## **2.1 - Lucro**

O lucro como métrica de avaliação de empresas e conseqüentemente de sua gestão vem sendo debatido desde os primórdios da Ciência da Contabilidade. Esta discussão vem ganhando ainda mais corpo nos últimos anos, devido ao aumento da complexidade do cenário envolvendo o processo de gestão das organizações e o requerimento de informações de melhor qualidade para a tomada de decisão empresarial. O lucro pode ser medido como um aumento de bem-estar. No caso de uma empresa o lucro pode ser operacionalizado por fluxo de caixa mais variação no valor da empresa (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 2010). Para Beuren e Dallabona (2015, p.32) “adaptações no processo administrativo são de fundamental importância para se alcançar o objetivo da empresa, que é o de gerar lucros, e se manter competitiva no mercado”.

Lozecky (2004) destaca que parece ser muito fácil mensurar o resultado de uma empresa ao final de um período: se compara seu patrimônio atual com o do início do período para se detectar se a empresa teve lucros ou perdas. O que parece simples é, na realidade, muito complexo. A mensuração do resultado de qualquer empreendimento envolve muitas variáveis que precisam ser observadas, como, por exemplo: como garantir segurança aos

números expressos no Balanço; o que fazer quando a empresa precisa de resultados em intervalos de tempo cada vez menores; que parâmetros usar para concluir se o resultado é bom ou ruim, entre outros.

Um ponto fundamental para se administrar por resultados econômicos é que o lucro esteja corretamente mensurado. Catelli (2001) destaca que o lucro corretamente medido é o melhor indicador da eficácia empresarial. Para Assaf Neto (2014) o resultado operacional (lucro operacional) é proveniente das decisões de ativos, formado pela atividade principal da empresa, não sendo influenciado pela forma como a empresa é financiada. Apurando o lucro contábil em determinado período, sendo este resultado insuficiente para remunerar o custo do capital investido, a empresa irá promover uma destruição da riqueza de seus proprietários, depreciando seu valor de mercado. O genuíno conceito de lucro voltado ao sucesso empresarial é apurado somente após ser deduzido o custo de oportunidade do capital investido (ASSAF NETO, 2009). Contudo, Collins *et al.* (1999) *apud* Bezerra e Lopes (2012) afirmaram que o lucro contábil vem ao longo do tempo perdendo sua capacidade de previsão de fluxos de caixa futuros.

## **2.2 - *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization (EBITDA)***

O EBITDA é amplamente utilizado na análise financeira como medida de geração operacional de caixa. Calculado basicamente do lucro operacional somado das despesas não desembolsáveis (depreciação/amortização) (ASSAF NETO, 2014).

Por vezes, é referencia para identificação do valor da empresa pelo mercado, no entanto, é preciso ter muito cuidado, pois o EBITDA ao não considerar as despesas financeiras, pode transmitir uma falsa impressão da situação real da empresa que trabalha em nível mais elevado de alavancagem. Além disso, como a depreciação não é considerada, ignora-se qualquer necessidade de reinvestimentos, decisões essenciais para a continuidade da empresa. Assim, ao utilizar o EBITDA como geração de caixa para *valuation*, admite-se implicitamente que não há impostos sobre lucros e que, ao contrário do esperado, a empresa passará por um processo de desinvestimento ao longo do tempo, sacrificando sua continuidade (ASSAF NETO, 2014).

## **2.3 – Retorno sobre o Ativo (ROA), o Retorno sobre o Investimento (ROI) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)**

Beuren e Dallabona (2015) destacam que o Retorno sobre o Ativo (ROA), o Retorno sobre o Investimento (ROI) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) são indicadores de desempenho passíveis de mensurar a folga organizacional (potencial, absorvida e inabsorvida), contudo, destacam que os termos são recorrentes na literatura internacional. O Retorno Sobre o Ativo (ROA) revela o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos (ASSAF NETO, 2014). Evidencia basicamente o quanto a organização auferiu de lucro líquido em relação aos investimentos totais. Para o autor, diferentemente, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), como o próprio nome sugere revela o retorno produzido em relação aos recursos próprios investidos na empresa. Complementa que todo capital investido espera ser remunerado e para medir tal retorno deve-se utilizar o Retorno sobre o Investimento (ROI).

Assaf Neto e Lima (2009) compartilham deste entendimento e complementam que estas métricas são alternativas para se mensurar a folga proveniente da rentabilidade dos investimentos e vendas. A folga organizacional, contudo, pode ser suscetível a questões de comportamento político (Bourgeois e Singh, 1983). Para os autores as mudanças no ambiente podem refletir no retorno esperado. Nesse sentido, é importante destacar que se a empresa produzir um retorno sobre investimento inferior a seu custo de capital estará deixando de atender às expectativas mínimas de remuneração de seus proprietários, levando a depreciação de seu valor de mercado. Retornos superiores ao custo de capital, por outro lado, valorizam o empreendimento (agregam valor), demonstrando maior capacidade da empresa em remunerar seus investimentos e melhor avaliação de seu preço de mercado (ASSAF NETO, 2014).

#### **2.4 – *Economic Value Added* (EVA)**

*Economic Value Added* (EVA) é o termo inglês utilizado para expressar o valor econômico agregado (VEA). Para Assaf Neto (2014) o valor econômico agregado (VEA) é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa retratada nos seus demonstrativos financeiros. O VEA pode ser calculado pela seguinte equação:  $VEA = \text{Lucro Operacional líquido do IR} - \text{Custo total do Capital (WACC} \times \text{Investimento)}$ . O EVA<sup>®</sup> (*Economic Value Added*), como é tratado por muitos autores, demonstra o desempenho da empresa, medido pelo resultado obtido menos o custo do financiamento do capital da empresa. Assim, o valor somente é criado quando o retorno sobre o capital da empresa é maior que o custo desse capital (MARTINS *et al.*, 2014).

Damodaran (1999) aborda o conceito de valor econômico adicionado como “uma nova e revolucionária maneira de pensar sobre as decisões financeiras”, uma medida do valor excedente do dólar criado por um investimento ou um portfólio de investimentos. É salutar compreender que Damodaran (2009) utiliza o dólar devido o contexto das pesquisas realizadas pelo autor. No Brasil o EVA deve ser medido em real.

O retorno em excesso é definido como a diferença entre o retorno sobre o investimento e o custo composto de financiamento desse investimento. Nesse sentido, existem três insumos básicos para cálculo: (I) A rentabilidade dos capitais obtidos em um investimento; (II) O custo de capital para o investimento; (III) O capital investido.

A medida de valor agregado pelo mercado (MVA – *Market Value Added*) demonstra a expressão monetária da riqueza gerada aos proprietários de capital determinada pela capacidade operacional da empresa em produzir resultados superiores ao seu custo de oportunidade (VEA). É uma avaliação do futuro que é calculada com base nas expectativas do mercado quanto ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor. Já a medida de valor econômico agregado possui limitações quando calculado por divisões, pois uma empresa formada por unidade de negócios cria valor principalmente da sinergia formada pelos ativos, escala, serviços comuns entre outros. Há dificuldade em alocar custos indiretos e capital investido de cada divisão. Estas métricas podem trazer algumas críticas, pois responsáveis por estas unidades não terem responsabilidade sobre alguns de seus fatores de cálculo, como custo e estrutura de capital, a sugestão geralmente apresentada nestes casos é o uso de direcionadores de valor, indicadores de avaliação econômica dentro dos controles das divisões como custos de produção, giro dos investimentos, produtividade, entre outros (ASSAF NETO, 2014).

Para cálculo do valor econômico adicional é necessário proceder a ajustes nas demonstrações financeiras, pois conforme Assaf Neto (2014), os princípios contábeis geralmente aceitos, com uma postura conservadora, muitas vezes não caminham na realidade econômica da empresa. Os ajustes contábeis permitem que se apure uma medida mais exata de criação de riqueza. Não existe uma metodologia única adotada para todas as empresas para obter o resultado econômico com resultados inquestionáveis. O que se sugere é um conjunto específico de ajustes contábeis que alie precisão e facilidade de entendimento. Guerreiro (1989) complementa destacando que a avaliação de desempenho dos gestores operacionais tem sido efetuada de maneira inadequada, devido à fraqueza e insuficiência dos sistemas contábeis. Como são avaliados pelos resultados de seu âmbito de atuação, os gestores tendem



a dar mais importância aos interesses particulares da sua área, em detrimento de outras áreas, ou até mesmo de toda a organização. A postura tradicional com ênfase em lucro e rentabilidade já não atende, em sua plenitude, às necessidades dos usuários das informações contábeis.

## **2.5 – Estrutura de Capital, Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) e *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)**

Modigliani e Miller (1958) destacaram a irrelevância da proporção de capital próprio e de terceiros na captação de recursos para o valor de uma firma, considerando a ausência de impostos, custos de transação e imperfeições de mercado. Contudo, a literatura não é harmônica quando afirma que a estrutura de capital pode exercer alguma influência no valor da companhia, pois afeta o seu custo de capital por meio da alavancagem financeira. Para Koller, Goedhart e Wessels (2005) os principais fatores a serem considerados são: economia de impostos, redução do investimento corporativo, custos de falência e de decadência do negócio e custos de conflitos entre investidores. Não há consenso para encontrar a estrutura ótima de capital (MAGNI, 2005).

Hoji (2010) complementa que a alavancagem financeira ocorre quando o capital de terceiros produz efeitos sobre o patrimônio líquido. O processo é como se o capital de terceiros, utilizando-se de uma “alavanca”, produzisse efeitos (positivos ou negativos) sobre o patrimônio líquido. Já Assaf Neto (2014) expõe que a alavancagem financeira resulta da participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa e em princípio, admite-se que interessa o endividamento sempre que seu custo for menor que o retorno produzido pela aplicação desses recursos. Nessa situação em que o retorno do investimento do capital emprestado excede o custo de captação, a diferença positiva encontrada promove uma elevação mais que proporcional nos resultados líquidos dos proprietários, alavancando a rentabilidade.

Ehrhardt e Brigham (2012) afirmam, ainda, que uma estrutura ótima de capital deve maximizar a riqueza dos acionistas. Para obter esta estrutura, o administrador deve considerar uma estrutura de testes e escolher a melhor. As etapas são: Estimar a taxa de juros; Estimar o custo de capital próprio; Estimar o custo médio ponderado de capital; Estimar o valor das operações. Já Bezerra e Apolinário (2014) destacam que duas abordagens podem ser mencionadas com relação ao endividamento. A primeira é citada por Myers (1984) como abordagem do *trade-off*, na qual as empresas procuram uma estrutura ótima de

financiamentos, determinada pela ponderação entre os benefícios e os custos associados à alavancagem. A segunda é a teoria da *pecking order*, citada por Myers (1984) onde as empresas devem seguir uma hierarquia de preferências por diferentes fontes de financiamento, preferindo, inicialmente, as fontes internas, seguida pelas fontes externas mais fáceis e de menor custo, e posteriormente as fontes externas de maior dificuldade e maior custo.

Neste contexto, o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) é um fator determinante da criação ou destruição de valor das empresas. Caso a empresa não proporcione taxas de rentabilidade capazes de remunerar os fornecedores de capital, eles poderão transferir seus recursos para alternativas mais rentáveis (RODRIGUES, 2012). Os encargos de capital são o produto do montante do capital aplicado na empresa pelo CMPC, e deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido (MALVESSI, 2001).

O CMPC é citado por Frezatti (2003) como o custo ponderado de capital da empresa (CPCE) que é a ponderação dos recursos que irão financiar as operações da organização, considerando tanto os recursos próprios, como os de terceiros. No que se refere aos recursos próprios, ou seja, aqueles que estão no patrimônio líquido, são considerados à luz do nível de risco existente, recompensando o investidor por meio do retorno sobre o investimento. Já Stewart (1999) define que o custo médio ponderado de capital (WACC - *weighted average cost of capital*) pode ser calculado pesando o custo do débito depois dos impostos e patrimônio líquido nas proporções empregadas na estrutura de capital ótima da organização. É a taxa que novos projetos devem superar para serem aceitáveis e é um benchmark para julgar taxas atuais de retorno sobre o capital (STEWART, 1999).

Young e O'Byrne (2003) salientam que para a realização do cálculo da remuneração sobre o capital investido, não deve somente se perguntar aos investidores qual o retorno que eles desejam. O CAPM é um modelo *ex ante*, o que significa que todas as variáveis representam valores anteriores a sua realização, ou seja valores esperados (BRIGHAM e HOUSTON, 1999).

Stewart (1999) demonstra que no CAPM - *Capital Asset Pricing Model*, o custo de capital corresponde à taxa de rentabilidade exigida pelos investidores como compensação pelo risco de mercado ao qual estão expostos. Utiliza-se o índice  $\beta$  - beta - para medir o risco não diversificável. Este índice mede a covariância entre o retorno e o retorno do mercado dividido pela variância do retorno do índice de mercado, logo, um beta maior do que 1 traduz que as

empresas avaliadas estão oferecendo maior risco do que o mercado como um todo. Assim, um beta menor que 1 significa que a empresa oferece menor risco do que a média do mercado.

$\beta > 1$ Beta (Alto)
$\beta = 1$ (Neutro)
$\beta < 1$ (Baixo)

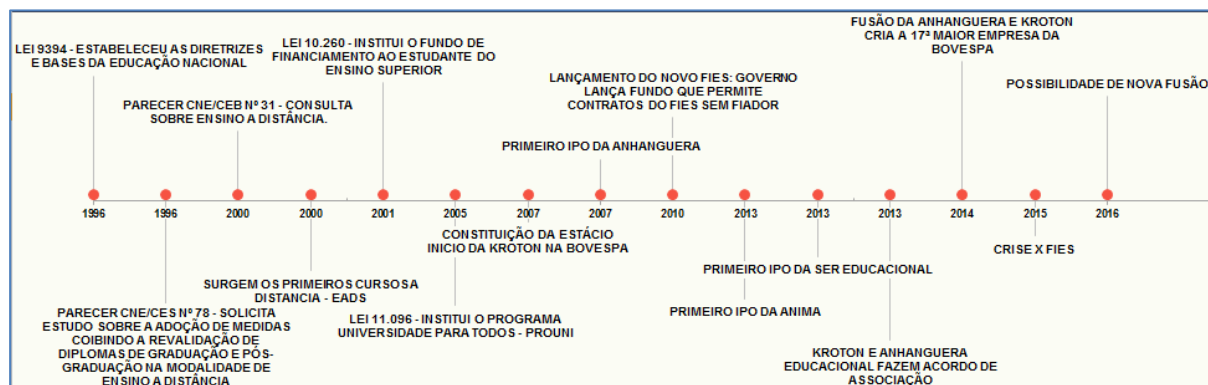
Para Damodaran (2007) o CAPM é um modelo notável na medida em que captura a exposição de um ativo a todo risco de mercado em um número, o beta do ativo, mas o faz ao custo de partir de premissas restritivas sobre custos de transações e informações privadas. Este indicador mede a volatilidade do preço da ação de uma empresa em relação ao risco específico da empresa, e não pode ser diversificado. Assim, quanto maior o beta, maior será o prêmio de risco e conseqüentemente seu custo de capital próprio (YOUNG e O'BYRNE, 2003).

## 2.6 – Ciclo Econômico e Político

O setor educacional, no Brasil, recebeu nos últimos 10 anos, alguns incrementos de políticas econômicas que buscaram potencializar o acesso à educação privada, conforme demonstra a Figura 1. Informações disponíveis no Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira apontam que somente em 1996 foram estabelecidas as diretrizes e bases da educação nacional, por meio da Lei 9.394 e somente no ano de 2000 surgiram os primeiros cursos a distância – EADs. Esta modalidade de ensino propiciou um aumento significativo na demanda por cursos de graduação.

A Figura 1 ainda evidencia que uma série de atos normativos colaborou no financiamento estudantil. Com a Lei 10.260 foi instituído, em 2001, o Fundo de Financiamento ao estudante do Ensino Superior e em 2005 a Lei 11.096 instituiu o Programa Universidade para Todos – PROUNI. Estas medidas políticas propiciaram uma maior demanda por universidades privadas, uma vez que as instituições públicas não eram suficientes para atender a toda demanda.

**Figura 1:** Linha do Tempo do Setor Educacional



**Fonte:** Adaptado de Giardino e Olmos (2015)

Dados da CM Consultoria de Administração Ltda (2015) evidenciam que do período de 2000 até 2013 ocorreu, concomitantemente, um significativo aumento das matrículas e do financiamento estudantil e por isso denominaram o período como Ciclo Mágico. A oferta de vagas do ProUni representou, em 2007, quase 70% das vagas ofertadas nas IES Federais, conforme Relatório de Auditoria dos Resultados do Programa Prouni (2009).

A Kroton vislumbrando o potencial do mercado abriu capital em 2007. No mesmo ano foi constituída a Estácio e realizado o *Initial Public Offering* - IPO da Anhanguera. Os instrumentos de acesso vinham sendo gradativamente ampliados no Brasil e investidores do mercado financeiro compreenderam a crescente demanda e viabilizaram a abertura de capital destas instituições. Três anos após o IPO da Anhanguera o governo lançou uma nova modalidade de financiamento estudantil. O novo FIES, como ficou conhecido, permitia contratos do Fies sem fiador. Com o aquecimento econômico do segmento dois novos IPOs foram realizados. Iniciava-se na BM&FBovespa a Anima e a Ser Educacional. O segmento demonstrava forte potencial de crescimento.

Neste contexto, cresceram o número de cursos de graduação. Neste período totalizaram-se 2.090 instituições privadas de ensino superior (IES), sendo 67% deles com menos de 1.000 inscritos os alunos (GIARDINO; OLMOS, 2015). A proliferação demasiada de cursos com pouca demanda parecia prejudicar o desempenho das empresas do segmento. “Do céu ao inferno” foi o enunciado utilizado pela CM Consultoria de Administração Ltda (2015) para expressar a transição “Do Ciclo Mágico para o Ciclo Trágico”, terminologia adotada, com objetivo de descrever o ciclo de desenvolvimento e IPOs até a queda que parecia se iniciar a partir de 2013. Assim, muitas críticas surgiram. A mercantilização da educação foi um termo recorrente e pejorativo atribuído, por muitas mídias, a inserção de empresas deste segmento na BM&FBovespa.

### **3 - METODOLOGIA**

Os procedimentos adotados na investigação empírica com vistas a identificar como as empresas do Setor de Serviços Educacionais da BM&FBovespa geraram valor no período de 2008 a 2015, envolveram a definição do tipo de pesquisa, o objeto de estudo, a amostragem e a forma de coleta de dados, além do modo de operacionalização das variáveis. Trata-se de um estudo baseado no cálculo dos indicadores das empresas do Novo Mercado, segmento de serviços educacionais. Foram identificadas no Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira as políticas educacionais, econômicas, que impactaram no contexto.

Estratificou-se uma amostra não probabilística e intencional por conveniência, onde, buscou-se realizar uma análise descritiva das demonstrações financeiras das cinco empresas do Setor de Serviços Educacionais da BM&FBovespa (Anima, Anhanguera, Estácio, Kroton e Ser Educacional).

Malhotra (2001) afirma que a pesquisa descritiva tem como objetivo principal a descrição de algo, normalmente características do objeto de estudo ou relacionamentos entre os fenômenos. Gil (1995) ratifica esse pensamento, afirmando que a descrição das características de determinada população ou fenômeno é o objetivo principal desse tipo de pesquisa. A escolha destas empresas se deve ao fato de serem as únicas de capital aberto do segmento. A coleta de dados foi realizada na base tecnológica da consultoria Economática<sup>®</sup>. Considerou-se o acordo de associação celebrado entre Kroton e a Anhanguera Educacional que recebeu a aprovação da fusão pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e posteriormente pelos acionistas em Julho de 2014 (BM&FBOVESPA, 2016).

Foi realizado estudo bibliográfico e documental sobre os principais aspectos da avaliação de desempenho e geração de valor, lucro, EBITDA, ROA, ROI, ROE e da estrutura de capital. Os documentos eletrônicos foram obtidos no site da BM&FBovespa (2016). Utilizou-se de indicadores de rentabilidade pois retratam o potencial de geração de caixa da operação, complementando outras métricas, como o Lucro. Posteriormente, com o objetivo de responder ao problema de pesquisa, calculou-se algumas medidas baseadas na criação de valor para o acionista, como o EVA<sup>®</sup> (Valor Econômico Adicionado), para em seguida, correlacioná-los à medida de desempenho externa, o Beta, e a estrutura de capital. Buscou-se refletir o retorno dos ativos considerando o desempenho corrente das empresas do setor.

Foram utilizados os seguintes parâmetros para cálculo do custo de capital próprio, com base no CAPM: (I) taxa livre de risco a taxa básica de juros brasileira denominada SELIC média no período de 1996 a 2015; (II) taxa de mercado, considerou-se o índice Ibovespa, o período analisado também foi de 1996 a 2015 (BM&FBOVESPA, 2016); (III) Descontou-se da rentabilidade das ações o índice inflacionário IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), medido mensalmente pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) que visa identificar a variação dos preços no comércio para os consumidores finais; (III) Efetuou-se o cálculo do beta para as empresas analisadas com base nas variações dos valores das ações com relação ao índice Ibovespa. O período analisado para o cálculo do beta foi de 2008 a 2015, equivalente ao período do estudo. O beta foi calculado considerando: Desvio padrão da ação / Desvio padrão do índice Bovespa x Correlação entre o valor da ação e o valor do índice Bovespa (EHRHARDT; BRIGHAM, 2012).

#### 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

Anima, Anhanguera, Estácio, Kroton e Ser Educacional são as empresas do segmento do novo mercado, que compuseram a amostra e proporcionaram subsídios para analisar o desempenho das empresas do segmento de Serviços Educacionais. Para Carvalho (2003, p.27) “o novo mercado funciona como um selo de qualidade cuja o valor reside nas obrigações assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos”.

Neste contexto destacam-se as taxas utilizadas, conforme a base de dados Economática<sup>®</sup>, bem como a taxa média com base no período destacado, conforme a Tabela 1:

**Tabela 1:** Taxas utilizadas para cálculo do custo de capital das organizações pesquisadas

Taxas	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	Média	Período
Ibovespa	-23%	-7%	-21%	3%	-25%	-3%	59%	-45%	10%	1996-2015
Selic	14%	11%	8%	8%	12%	10%	10%	13%	15%	1996-2015
IPCA	10%	6%	6%	6%	6%	6%	4%	5%	6%	2008-2015

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

A tabela 2 apresenta-se a evolução dos valores das ações das empresas analisadas frente ao Índice Bovespa. As empresas analisadas demonstraram maior queda em relação ao Ibovespa nos anos de 2008 a 2011.

**Tabela 2:** Evolução dos preços das ações das empresas pesquisadas frente ao Índice Bovespa

Empresa	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Anhanguera	-	22%	27%	54%	-64%	-23%	80%	-68%
Anima	-65%	52%	9%	-	-	-	-	-
Estácio	-49%	17%	37%	87%	-39%	10%	84%	-51%

**DO CICLO MÁGICO AO CICLO TRÁGICO?**  
**ESTUDO DAS EMPRESAS DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS DA BM&FBOVESPA**

DOI - 10.5935/1981-4747.20170016

Kroton	-46%	51%	53%	15%	-	-	-	-
Ser	-109%	22%	28%	-	-	-	-	-
Ibovespa	-23%	-7%	-21%	3%	-25%	-3%	59%	-45%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

A partir de 2012 a 2014 as empresas apresentaram melhores resultados do que o Ibovespa. Já no ano de 2015 a queda dos valores das ações da empresa foi superior ao Ibovespa em até 5 vezes. As empresas apresentaram crescimento médio de Receita de 18% até 60%, sendo a Kroton e a Ser Educacional as que obtiveram a maior taxa de rendimento. A seguir apresenta-se a análise detalhada dos demais indicadores por empresa.

#### 4.1 – Kroton e Anhanguera

A Kroton realizou um acordo de associação com a Anhanguera, em 2014, o que levou a criação da 17ª. maior empresa da BM&FBOvespa e a maior do setor em âmbito mundial, com valor de mercado superior a R\$ 20 bilhões (BM&FBOVESPA, 2016). A Kroton é uma das maiores organizações educacionais privadas, com fins lucrativos, do Brasil, de acordo com a Hoper Consultoria, com atuação no setor educacional brasileiro há mais de 50 anos, tendo iniciado as atividades no ano de 1966. Atendendo mais de 1 milhão alunos no Ensino Superior e cerca de 245 mil alunos nos Sistemas de Ensino para Educação Básica, o que representou 96,52% e 3,48% respectivamente, da Receita Líquida no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 (BM&FBOVESPA, 2016).

A tabela 3 sintetiza os resultados dos indicadores da Anhanguera e da Kroton:

**Tabela 3:** Indicadores das empresas Anhanguera e Kroton

Ano	ANHANGUERA					KROTON						
	2013	2012	2011	2010	2009	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Margem Líquida</b>	7%	9%	3%	12%	7%	27%	27%	26%	14%	5%	-5%	-2%
<b>ROE</b>	5%	7%	2%	6%	6%	11%	9%	20%	9%	3%	-4%	-1%
<b>Dív/PL</b>	24%	16%	15%	19%	36%	3%	4%	5%	19%	35%	8%	0%
<b>Margem EBITDA</b>	16%	17%	13%	19%	19%	36%	34%	33%	23%	11%	0%	2%
<b>WACC</b>	11%	12%	12%	13%	11%	11%	11%	13%	12%	9%	12%	23%
<b>NOPAT/Capital Aplicado</b>	4%	5%	2%	6%	5%	9%	7%	16%	7%	1%	-3%	-5%
<b>EVA/Capital Aplicado</b>	-7%	-7%	-9%	-7%	-6%	-2%	-4%	3%	-6%	-8%	-15%	-28%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

A Anhanguera apresentou a queda nas margens (2010 – 12%; 2013 – 7%), aumento no endividamento (2010 – 19%; 2013 – 24%). A Anhanguera também apresentou destruição de valor em todos os anos analisados, o que foi ocasionado pela baixa rentabilidade operacional (NOPAT). Após a fusão com a Anhanguera, a Kroton conseguiu aumentar suas margens

(2013 - 14% para 26% e 2014 - 26% para 29%). Dentro desta evolução a dívida também apresentou uma queda significativa nos mesmos exercícios (2013 – 19% para 5%; e 2014 – 5% para 4%). Paralelamente, os indicadores de geração de valor apontam para criação de valor em 2013 (3%) e destruição e valor em 2014 (-4%) e 2015 (-2%), exercícios onde a empresa apresentou também a redução do NOPAT.

#### **4.2 – Anima**

Uma das maiores organizações educacionais privadas de ensino superior do país, tanto em termos de receita como em número de estudantes matriculados, de acordo com a Hoper Educação. Encerrou o ano de 2015 com uma base de aproximadamente 79 mil estudantes matriculados em cursos presenciais e à distância de graduação, pós-graduação e ensino técnico, em 18 campi localizados nos Estados de Minas Gerais e São Paulo. Possui 13 anos de experiência no setor de ensino superior brasileiro, contando com uma rede de dois Centros Universitários em Belo Horizonte (Una e UniBH), um Centro Universitário em Santos (Unimonte), a Universidade São Judas Tadeu (São Judas) na cidade de São Paulo e duas Faculdades, nas cidades de Betim e Contagem (Minas Gerais) (BM&FBOVESPA, 2016). Ao final de 2015, passou também a contar com a Sociesc, presente nas mais importantes cidades de Santa Catarina e em Curitiba, com um grande reconhecimento da marca pelos alunos, professores e mercado. O portfólio inclui também a HSM, uma das mais renomadas instituições de educação corporativa no Brasil, que conta com a participação de conferencistas mundialmente conhecidos como Jim Collins, Ram Charan, Michael Porter e Philip Kotler (BM&FBOVESPA, 2016). A tabela 4 sintetiza os indicadores da empresa:

**Tabela 4:** Indicadores da empresa Anima

<b>Ano</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Margem Líquida</b>	7%	23%	7%	7%	-13%	-9%
<b>ROE</b>	10%	27%	7%	128%	80%	117%
<b>Dív/PL</b>	51%	19%	29%	295%	-265%	-492%
<b>Margem EBITDA</b>	11%	21%	11%	14%	1%	0%
<b>WACC</b>	12%	11%	16%	8%	18%	13%
<b>NOPAT/Capital Aplicado</b>	5%	12%	9%	12%	-4%	-16%
<b>EVA/Capital Aplicado</b>	-7%	1%	-7%	3%	-22%	-29%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)



**DO CICLO MÁGICO AO CICLO TRÁGICO?**  
**ESTUDO DAS EMPRESAS DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS DA BM&FBOVESPA**

DOI - 10.5935/1981-4747.20170016

Após apresentar margem líquida negativa em 2010 e 2011, a Anima apresentou margem positiva em 2012 (7%) e um incremento de 2014 para 23% e posteriormente uma queda para 7% em 2015. A margem EBITDA depois de aumentar para 21% em 2014 apresentou grande queda em 2015. Após apresentar grande destruição de valor em 2010 e 2011, a empresa criou valor de 3% em 2012 e 2014 em 1%. Os anos de 2013 e 2015 foram marcados por destruição de valor. A relação dívida/PL apresentou forte alta em 2015 passando de 19% para 51%.

#### 4.3 – Estácio

Segundo maior grupo consolidador privado do setor de ensino superior do Brasil, de acordo com os dados do INEP, referentes ao ano de 2014. Em 31 de dezembro de 2015, com 502,8 mil alunos matriculados nas modalidades presencial e a distância, em cursos de graduação e pós-graduação. Rede é formada por 1 universidade, 9 centros universitários, 37 faculdades e 190 polos de ensino a distância credenciados pelo MEC, com uma capilaridade nacional representada por 90 campi. A empresa está presente nos principais centros urbanos de todos os estados brasileiros e no Distrito Federal, estrategicamente localizadas nas proximidades das residências e/ou dos locais de trabalho de seu público alvo de trabalhadores de classes média e média-baixa (BM&FBOVESPA, 2016). A tabela 5 sintetiza os resultados dos indicadores da empresa Estácio:

**Tabela 5:** Indicadores da empresa Estácio

<b>Ano</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Margem Líquida</b>	16%	18%	14%	8%	6%	8%	6%	4%
<b>ROE</b>	18%	18%	16%	16%	11%	14%	14%	9%
<b>Dív/PL</b>	37%	23%	18%	37%	38%	-6%	-10%	-6%
<b>Margem EBITDA</b>	23%	22%	18%	15%	11%	9%	9%	7%
<b>WACC</b>	19%	16%	14%	16%	14%	12%	15%	15%
<b>NOPAT/Capital Aplicado</b>	13%	16%	20%	14%	9%	11%	15%	5%
<b>EVA/Capital Aplicado</b>	-6%	0%	6%	-2%	-5%	-2%	0%	-10%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

A Estácio, por sua vez, a exemplo da Kroton, mostrou evolução nas margens (2010 – 8%; 2013 – 14% e 2014 – 18%). A dívida mostrou evolução e chegou a 37% em 2015. Já o EVA demonstrou criação de valor em 2013 (6%) depois de quatro anos de destruição de valor. A empresa voltou a destruir valor em 2015 (-6%).

#### 4.4 – Ser Educacional

Uma das maiores organizações privadas no setor de ensino superior nas regiões Nordeste e Norte do Brasil em número de unidades e também em número de alunos matriculados. Em 31 de dezembro de 2015, a rede era composta por 43 unidades, sendo a maioria destas localizadas no Nordeste e Norte, regiões do País que a empresa considera apresentar maior potencial de crescimento em razão de possuírem as menores taxas de penetração do ensino superior. Uma das maiores organizações privadas no setor de ensino superior do Brasil em número de alunos matriculados. Em 31 de dezembro de 2015, contava com 140,7 mil alunos matriculados em cursos (BM&FBOVESPA, 2016).

A Ser Educacional após grande crescimento da margem líquida em 2014 para aproximadamente 30%, apresentou queda para 16% em 2015, assim como no EBITDA. Já o EVA apresentou destruição de valor em 2015, depois de resultados de criação de valor em 2012 a 2014. A empresa também apresentou criação de valor de 2009 a 2010. E um leve resultado negativo em 2011, como demonstra a tabela 6:

**Tabela 6:** Indicadores da empresa Ser Educacional

<b>SER EDUCACIONAL</b>							
<b>Ano</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Margem Líquida</b>	16%	30%	25%	23%	17%	25%	24%
<b>ROE</b>	21%	34%	26%	33%	22%	31%	31%
<b>Dív/PL</b>	41%	6%	-24%	33%	34%	12%	-7%
<b>Margem EBITDA</b>	27%	36%	34%	32%	31%	38%	32%
<b>WACC</b>	17%	13%	11%	14%	17%	18%	20%
<b>NOPAT/Capital Aplicado</b>	14%	23%	30%	22%	16%	21%	24%
<b>EVA/Capital Aplicado</b>	-3%	10%	18%	8%	-1%	3%	3%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

#### 4.5 – Valor de Mercado

A tabela 7 demonstra o valor de mercado das empresas pesquisadas com base na base de dados Economática®:

**Tabela 7:** Valor de Mercado das empresas analisadas

<b>Valor de mercado (milhões de reais)</b>								
<b>Empresa</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Anhanguera	-	-	6.512	5.037	2.893	5.828	3.049	1.484
Anima	1.140	2.929	1.757	-	-	-	-	-
Estácio	4.294	7.457	5.989	3.426	1.475	2.215	1.949	982
Kroton	15.388	25.131	10.537	6.196	1.564	1.428	1.106	-
Ser	961	3.705	2.943	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

Por outro lado, a tabela 8 demonstra o valor de mercado adicionado, comparado ao valor do patrimônio líquido contábil:

**Tabela 8:** Valor de Mercado Adicionado das empresas analisadas

Empresa	Valor de mercado adicionado (milhões de reais)							
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Anhanguera	-	-	4.185	2.827	888	3.823	1.966	467
Anima	498	2.333	1.280	-	40	17	-	-
Estácio	1.613	5.065	4.471	2.719	856	1.629	1.495	565
Kroton	2.928	13.685	7.918	3.950	88	612	312	-
Ser	204	3.078	2.491	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados analisados da Economática (2016)

As empresas do setor apresentaram valor de mercado adicionado na maior parte do período analisado. No entanto, ressalta-se que, todas empresas apresentaram redução do valor de mercado em 2015, após grande crescimento. Em síntese, observou-se uma diminuição da margem operacional (NOPAT), maior destruição de valor para as empresas do setor e consequentemente de valor de mercado.

## 5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados desta pesquisa levam a refletir sobre o desempenho, a geração de valor das empresas do Setor de Serviços Educacionais da BM&FBovespa no período compreendido entre 2008 e 2015. A gestão baseada em valor e a estrutura de capital, assim como as demais métricas de medição de desempenho demonstram-se fundamentais para o acompanhamento do negócio e no processo de tomada de decisão, pois juntas materializam o valor da empresa e a sua capacidade de gerar resultados futuros. Constatou-se ainda a necessidade da identificação das variáveis condicionantes dos resultados destas métricas.

Praticamente, somente, a SER apresentou criação de valor em um maior período. Assim, os resultados apontam para a maior destruição de valor em 2015 ratificando a afirmativa que as empresas do setor viveram um ciclo mágico e atualmente terão desafios impostos por um ciclo dá indícios de ser “trágico”. A afirmativa “do Ciclo Mágico para o Ciclo Trágico” corrobora no entendimento dos resultados.

Evidenciou-se a necessidade de se examinar preditivamente aquilo que leva as organizações e o seguimento a gerar valor. Regular a expansão pode ser uma medida de prudência em momentos de crise como o ocorrido. Programas governamentais atrelados aos momentos econômicos devem funcionar somente como um trampolim para impulsionar o

movimento econômico e financeiro das empresas, contudo, a gestão baseada em valor não pode estar condicionada exclusivamente a essas ações externas.

Os resultados econômicos e financeiros das empresas do setor podem sofrer influências, no longo prazo, dos resultados das avaliações dos alunos, pois a demanda pela instituição certamente poderá ser influenciada e esta é variável indispensável na busca pelo resultado. Neste desafio, onde o país atravessa por uma crise sem precedentes e o governo se vê obrigado a diminuir os incentivos a áreas como a Educação, as organizações devem demonstrar uma alta capacidade de implementar direcionadores de valor que levem ao aumento da margem operacional. Deverão buscar otimização nas políticas financeiras de tal modo que possam também buscar a redução do custo médio ponderado de capital.

Estes achados respondem aos problemas de pesquisa e objetivos propostos neste estudo, o qual trazem uma contribuição importante ao demonstrar que para o setor e empresas pesquisadas há uma tendência na diminuição da criação de valor das empresas pesquisadas. Por outro lado, como limitações deste estudo podem-se destacar: a não realização de ajustes nas demonstrações contábeis; não inclusão de empresas de educação de capital fechado, o que poderia levar a outras observações sobre a evolução do setor.

Sugere-se para pesquisas futuras estudos mais longitudinais e com maior abrangência com intuito de identificar o comportamento destas instituições diante das novas reestruturações societárias e das novas políticas econômicas voltadas ao setor.

## **6 - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. Curso de administração financeira. São Paulo: Atlas, 2009.
- ASSAF NETO, A. Valuation: Métricas de Valor e Avaliação de Empresas. 1ª edição, São Paulo: Editora Atlas, 2014.
- BEUREN, I. M.; DALLABONA, L. F. Relação da folga organizacional com medidas de desempenho de empresas brasileiras. Revista Pretexto, v. 16, n. 2, p. 31-49, 2015.
- BEZERRA, M. N, APOLINÁRIO, A. K. N. Governança Corporativa e Endividamento: um estudo empírico nas empresas listadas nos segmentos da BM&FBovespa nos anos de 2008 a 2012. XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. Disponível em: <[www.congressousp.fipecafi.org](http://www.congressousp.fipecafi.org)> Acesso em: 23 maio 2016.
- BOURGEOIS, L. J.; SINGH, J. V. Organizational slack and political behavior among top management teams. Academy of Management Proceedings, p. 43-47, 1983.

**DO CICLO MÁGICO AO CICLO TRÁGICO?  
ESTUDO DAS EMPRESAS DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS DA BM&FBOVESPA**

DOI - 10.5935/1981-4747.20170016

BRASIL, Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996. Estabelece as diretrizes e bases da educação nacional. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9394.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9394.htm)> Acesso em: 01 de junho de 2016.

BRASIL, Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001. Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao estudante do Ensino Superior e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10260.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10260.htm)> Acesso em: 01 de junho de 2016.

BRASIL, Lei nº 11.096, de 13 de janeiro de 2005. Institui o Programa Universidade para Todos - PROUNI, regula a atuação de entidades beneficentes de assistência social no ensino superior; altera a Lei no 10.891, de 9 de julho de 2004, e dá outras providências. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2004-2006/2005/lei/L11096.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2005/lei/L11096.htm) > Acesso em: 01 de junho de 2016.

BRIGHAM, E.F.; HOUSTON, J.F. Fundamentos da moderna administração financeira. 2. ed. Rio de Janeiro: Campos, 1999.

CALIL, J. F. Estrutura de capital, custo de capital e valor de mercado das empresas siderúrgicas brasileiras de capital aberto, no período 1991-2000. 189f. Tese (Doutorado em Contabilidade, Finanças e Controle) – EAESP - Escola de Administração de Empresas de São Paulo/FGV, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/4504>>. Acesso em: 03 abr. 2016

CARVALHO, A. G. Efeitos de migração para os níveis de governança da Bovespa. São Paulo: Bovespa, 2003.

CATELLI, A. (Organizador). Controladoria: Uma abordagem de Gestão Econômica GECON. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2001.

CM CONSULTORIA DE ADMINISTRAÇÃO LTDA. Do Ciclo Mágico ao Ciclo Trágico. Parte 3 - FIES a “bolha” vai explodir? Causas. Disponível em < [http://www.cmconsultoria.com.br/novo/docs/cm\\_now/artigos\\_analises\\_e\\_opinioes/05\\_CM\\_NOW\\_Artigos\\_e\\_Opinioes\\_Ciclo\\_Magico\\_e\\_Ciclo\\_Tragico\\_Parte\\_3.pdf](http://www.cmconsultoria.com.br/novo/docs/cm_now/artigos_analises_e_opinioes/05_CM_NOW_Artigos_e_Opinioes_Ciclo_Magico_e_Ciclo_Tragico_Parte_3.pdf)>. Acesso em 02 mai. 2016.

CORRÊA, A. C. C.; ASSAF NETO, A.; NAKAO, S. H.; OSAJIMA, A. A. A relevância da informação contábil na identificação de empresas criadoras de valor: um estudo do setor de energia elétrica brasileiro. Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 9, n. 18, p. 137-166, 2012.

- DAMODARAN, A. Value Creation and Enhancement: Back to the Future. Stern School of Business, EUA, 1999.
- DAMODARAN, A. Avaliação de Empresas. 2ª. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- EHRHARDT, M. C; BRIGHAM, E. F. Administração Financeira: Teoria e Prática. São Paulo: Cengage Learning, 2012.
- FREZATTI, F. Gestão de Valor na Empresa: Uma abordagem inteligente do Valuation a partir da Contabilidade Gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.
- GIARDINO, B.; OLMOS, L. Brazil Education An Overview. Brazil, 2015. Disponível em: <[https://www.univates.br/media/comung/downloads/3\\_forum\\_de\\_gestao\\_e\\_inovacao\\_do\\_comung/Bruno\\_Giardino.pdf](https://www.univates.br/media/comung/downloads/3_forum_de_gestao_e_inovacao_do_comung/Bruno_Giardino.pdf)> Acesso em: 14 de junho de 2016.
- GIL, A. C. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social. São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- GOODE, W. J. & HATT, P. K. - Métodos em Pesquisa Social. 3ªed., São Paulo: Cia Editora Nacional, 1969.
- GUERREIRO, R. Modelo conceitual do sistema de informação de gestão econômica: uma contribuição à teoria da comunicação da Contabilidade. Tese (Doutorado) – FEA/USP. São Paulo: 1989.
- HENDRIKSEN, E.S; VAN BREDA, M. F. Teoria da Contabilidade. 5ª edição, São Paulo, Editora Atlas S/A, SP, 2010
- HOJI, M. Administração financeira: uma abordagem prática. 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ITTNER, C.D.; LARCKER, D.F. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. Journal of accounting and economics, v. 32, n. 1, p. 349-410, 2001.
- Koller, T.; Goedhart, M.; Wessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 4. ed. New Jersey: McKinsey 2005.
- LOZECKY, J. Mensuração do Resultado. Revista Contemporânea de Contabilidade. v. 01 n. 01 jan./jun. 2004 p. 97-114. Disponível em <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/703>> Acesso em: 26 mar. 2016.
- MALHOTRA, N. K. Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada. Trad. Nivaldo Montingelli Jr. E Alfredo Alves de Farias. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. 719 p.
- MALMI, T.; IKÄHEIMO, S. Value based management practices: some evidence from the field. Management Accounting Research, v. 14, n. 3, p. 235-254, 2003.

**DO CICLO MÁGICO AO CICLO TRÁGICO?  
ESTUDO DAS EMPRESAS DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS DA BM&FBOVESPA**

DOI - 10.5935/1981-4747.20170016

MALVESSI, O. L. Estudo da Experiência de Empresas Provadas de Capital Aberto no Brasil, no Período 1993 a 1998. 271f. Tese (Doutorado em Contabilidade, Finanças e Controle) – EAESP - Escola de Administração de Empresas de São Paulo/FGV, São Paulo, 2001. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/4483>>. Acesso em: 01 maio 2016.

MARTINS, E; MIRANDA, G. J, DINIZ, J. A. Análise Didática das Demonstrações Contábeis. 1ª edição, São Paulo, Editora Atlas, 2014.

MICHELIA. P.; MARIB, L. The theory and practice of performance measurement. *Management Accounting Research* 25 (2014) pp. 147–156. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/journal/10445005/25/2>>. Acesso em: 10 maio de 2016.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, vol. 39(3), p. 575-592, 1984.

PADOVEZE, C. L. Gerenciamento do Risco Corporativo em Controladoria. 2ª edição, São Paulo, Editora Atlas, 2013.

RELATÓRIO DE AUDITORIA DO PROGRAMA PROUNI (2009). Disponível em:<<http://portal.tcu.gov.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?inline=1&fileId=8A8182A14D92792C014D928461ED2AE0>> Acesso em: 03 abr. 2016

STEWART, G. B. III. *The Quest for Value: a guide for senior managers*. Stern Stewart & Co. Harper Collins Publishers, Inc. USA. 1999.

SILVA, P. T.. Medidas de desempenho econômico e geração de valor: o caso das empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação (Mestrado) Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Engenharia Industrial, 2010.

TAVARES, P.; LIZA, R. Por que as empresas tendem ao EVA zero? *Revista Capital Aberto*. São Paulo, Ano 3, n. 88, p. 18 a 19, dez. 2010. Disponível em: <[http://www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=2&i=3709&sec=25](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=3709&sec=25)>. Acesso em: 14 jun. 2016.

YOUNG, D. & O´BYRNE, S.F. *Eva Gestão Baseada em Valor*. Editora Bookman, SP, 2003

---

<sup>i</sup> Professor da Universidade Federal de São João del Rei. Doutorando em Administração pela Universidade Metodista de Piracicaba. Mestre em Administração pela Universidade Federal de Lavras. E-mail: luizgustavo@ufsj.edu.br

<sup>ii</sup> Professor na Associação Educacional e Assistencial Santa Lucia. Doutorando em Administração pela Universidade Metodista de Piracicaba. Mestre em Administração pela Universidade Metodista de Piracicaba. E-mail: eduardo.prado.ad@gmail.com

<sup>iii</sup> Professor do curso de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade Metodista de Piracicaba. Doutor e Mestre em Administração pela Fundação Getúlio Vargas – SP. E-mail: jfcocalil@gmail.com

<sup>iv</sup> Professora do curso de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade Metodista de Piracicaba. Doutora e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo. E-mail: mjczen@gmail.com

<sup>v</sup> Professor do curso de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade Metodista de Piracicaba. Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo e Mestre em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. E-mail: cpadoveze@yahoo.com.br