
IMPACTOS ECONÔMICO-FINANCEIROS DA PANDEMIA DE COVID-19 NO SETOR DE EDUCAÇÃO SUPERIOR NA B3

Annor da Silva Junior ¹

Vitor Correa da Silva ²

Priscilla de Oliveira Martins-Silva ³

▪ Artigo recebido em: 30/12/2020 ▪▪ Artigo aceito em: 15/09/2021 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 13/03/2022

RESUMO

Este artigo analisa os impactos econômico-financeiros preliminares da pandemia de COVID-19 sobre as companhias do setor de educação superior, listadas no mercado de capitais brasileiro. Para realizar a análise, selecionou-se um conjunto de indicadores econômico-financeiros referente às quatro companhias listadas na Brasil, Bolsa Balcão – B3 e foram evidenciadas mudanças ocorridas nele durante a pandemia de COVID-19. Realizou-se uma pesquisa documental com dados coletados junto à Plataforma Comdinheiro e outras fontes. O período investigado abrangeu os anos de 2017 a 2020 (primeiro semestre), e os dados foram analisados por meio de métodos mistos. Os resultados evidenciam o aumento da inadimplência de discentes das Instituições de Educação Superior (IES), o que impactou na queda de rentabilidade e no valor de mercado das companhias. Mesmo diante desses impactos negativos, foi possível constatar que as companhias possuem solidez econômico-financeira, com potencial para ampliar a sua participação no setor e, com isso, torná-lo ainda mais concentrado, em vista do potencial de formação de oligopólio, cujas possíveis consequências para o setor foram indicadas.

Palavras-Chave: Setor de educação superior. Mercado de capitais. Análise financeira. Pandemia. COVID-19.

¹ Doutor em administração pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Professor da Universidade Federal do Espírito Santo – Ufes. Endereço: Avenida Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras, Vitória – Espírito Santo – Brasil – CEP: 29.075-910, (27) 4009-2605. E-mail: annorsj@gmail.com e/ou annor.silva@ufes.br
<http://orcid.org/0000-0003-4124-5277>

² Doutor em administração pela Universidade Federal do Espírito Santo – Ufes, Professor da Universidade Federal do Espírito Santo – Ufes. Endereço: Avenida Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras, Vitória – Espírito Santo – Brasil – CEP: 29.075-910, (27) 4009-2605. E-mail: vitor_correa@msn.com e/ou vitor.c.silva@ufes.br.
<http://orcid.org/0000-0001-7199-029X>

³ Doutora em psicologia pela Universidade Federal do Espírito Santo – Ufes, Professora da Universidade Federal do Espírito Santo – Ufes. Endereço: Avenida Fernando Ferrari, 514, Goiabeiras, Vitória – Espírito Santo – Brasil – CEP: 29.075-910, (27) 4009-2605. E-mail: priscillamartinssilva@gmail.com e/ou priscilla.silva@ufes.br.
<https://orcid.org/0000-0002-2922-6607>

Editor responsável pela aprovação do artigo: Dr. João Estevão Barbosa Neto
Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

ECONOMIC AND FINANCIAL IMPACTS OF THE COVID-19 PANDEMIC ON THE HIGHER EDUCATION SECTOR AT B3

ABSTRACT

This article analyzes the preliminary economic-financial impacts of the COVID-19 pandemic on companies in the higher education sector, listed on the Brazilian capital market. To carry out the analysis, a set of economic-financial indicators was selected referring to the four companies listed in Brasil Bolsa Balcão – B3 (Brazil, Stock Exchange, Over the Counter Trades) and changes that occurred in it during the COVID-19 pandemic were evidenced. We conducted documental research with data collected from the Comdinheiro Platform and other sources. The period investigated covered the years 2017 to 2020 (first semester), and the data were analyzed using mixed methods. The results show the increase in default of students from Higher Education Institutions (HEI), which impacted the drop in profitability and market value of companies. Even in the face of these negative impacts, it was possible to verify that the companies have economic and financial solidity, with the potential to expand their participation in the sector and, with that, make it even more concentrated, in view of the potential for oligopoly formation, whose possible consequences for the sector were indicated.

Keywords: Higher education sector. Capital markets. Financial analysis. Pandemic. COVID-19.

1 INTRODUÇÃO

Neste artigo, discute-se os impactos econômico-financeiros da pandemia de COVID-19 no setor da educação superior presente no mercado de capitais brasileiro. O setor da educação superior brasileiro presente na Brasil Bolsa Balcão – B3, contava até o final de 2020, com quatro companhias, quais sejam, Ânima Educação, Cogna Educação, Ser Educacional e Yduqs Participações⁴. Em levantamento realizado em 2017, Silva Junior, Silva, Melo, & Martins-Silva (2017b) identificaram que essas quatro companhias concentravam aproximadamente 25% do total de matrículas na educação superior brasileira e se faziam presentes em todos os estados brasileiros com oferta de serviços educacionais nas modalidades presencial e de educação a distância (EAD). Para facilitar a compreensão do leitor, optou-se nesse artigo por identificar essas companhias apenas como Ânima, Cogna, Ser e Yduqs, respectivamente.

A COVID-19, doença provocada pelo Coronavírus da Síndrome Respiratória Aguda Grave 2⁵ (SARS-CoV-2), provocou a primeira pandemia do Século XXI. A declaração de pandemia por parte da Organização Mundial da Saúde (OMS), em 11 de março de 2020, apoiou-se em dois fatores principais: (1) a facilidade de transmissão do vírus entre humanos pelas vias respiratórias; e (2) o pouco conhecimento que a comunidade científica mundial possuía em relação às formas de lidar com o vírus (Armitrano, Magalhães, & Silva, 2020; Donthu &

⁴ Por simplificação, neste artigo, optou-se por identificar essas companhias como Ânima, Cogna, Ser e Yduqs, respectivamente.

⁵ Em inglês: *Severe Acute Respiratory Syndrome Coronavirus – 2*.

Gustafsson, 2020; Gorbalenya, Baker, Baric, *et al.*, 2020; Pak, Adegboye, Adekunle, Rahman, McBryde, & Eisen, 2020).

Além das implicações sanitárias e para a saúde humana em escala mundial, a COVID-19 levou vários países ao redor do mundo a adotarem medidas restritivas, tais como, implantação do isolamento social; controle da circulação de pessoas em vias públicas; proibição de realização de eventos com presença de públicos; e fechamento de estabelecimentos industriais, comerciais e educacionais. A adoção dessas medidas visou controlar a disseminação da doença e permitir que as estruturas de saúde pública pudessem se preparar para suportar o aumento na demanda de pacientes contaminados. Com isso, diversos países, inclusive o Brasil, vivenciaram consequências de natureza econômica, social e política que afetaram negativamente a economia mundial (Armitrano *et al.*, 2020; Donthu & Gustafsson, 2020; Pak *et al.*, 2020).

Este artigo volta-se para a análise da educação superior, um setor responsável pela formação educacional e profissional de estudantes o qual tem potencial de influenciar o futuro de um país emergente como o Brasil (Lima, Lopes, Nassif, & Silva, 2015). Segundo o Censo da Educação Superior, em 2019, o Brasil contava com 2.608 Instituições de Educação Superior (IES) credenciadas junto do MEC, sendo 302 de natureza pública e 2.306 de natureza privada. No conjunto, essas IES ofertavam 40.427 cursos, sendo 35.898 cursos na modalidade presencial e 4.529 cursos na modalidade de EAD (Inep, 2020).

No Brasil, a COVID-19 encontrou um cenário em que a população já enfrentava uma situação de vulnerabilidade, com altas taxas de desemprego e cortes relevantes nas políticas sociais (Werneck & Carvalho, 2020). Segundo o Instituto Semesp (2020), a pandemia de COVID-19 potencializou a crise existente, provocando efeitos negativos que influenciaram diretamente o mercado de trabalho, com demissões, redução de postos de trabalho, aumento de desemprego, redução de renda e de jornada de trabalho, bem como suspensão de contratos de trabalho (Instituto Semesp, 2020).

Nesse contexto, os reflexos no setor de educação foram imediatos. Já em março de 2020, as IES suspenderam as suas atividades presenciais para evitar aglomerações e promover o distanciamento social entre os membros da comunidade acadêmica. A alternativa indicada pelo Ministério da Educação (MEC) e adotada por diversas IES foi o uso de ambientes virtuais e ferramentas tecnológicas de EAD para dar continuidade às atividades acadêmicas e ao período letivo (Borba *et al.*, 2020; Oliveira *et al.*, 2020).

Essa migração das atividades por meio de ambientes virtuais não ocorreu de forma uniforme no setor. O que se observou foi que as IES que oferecem cursos de EAD migraram, de forma quase imediata, do ensino presencial para o uso de ambientes virtuais dando prosseguimento ao semestre letivo em curso, o que não aconteceu com as IES que atuam exclusivamente com o ensino presencial.

Do ponto de vista econômico-financeiro, o Instituto Semesp (2020) identificou um crescimento na inadimplência associado com um aumento na evasão de estudantes matriculados em IES privadas, aspectos que têm potencial de provocar demissões de docentes e técnico-administrativos, bem como impactar na redução da oferta de serviços educacionais no segmento privado da educação superior brasileira. Com isso, esse artigo objetivou avaliar os impactos econômico-financeiros preliminares da pandemia de COVID-19 sobre

as companhias do setor de educação superior presentes no mercado de capitais brasileiro. Cabe destacar que este artigo avaliou os efeitos da pandemia tanto em termos de indicadores setoriais (número de IES, vagas, matrículas e outros) quanto em termos de indicadores financeiros das companhias do setor listadas na B3.

Para conduzir a análise, foram selecionados indicadores econômico-financeiros que permitiram evidenciar as diferenças entre dois períodos: antes da pandemia de COVID-19 (2017 a 2019) e durante ela (primeiro semestre de 2020). Em termos metodológicos, realizou-se uma pesquisa documental com dados coletados junto ao Inep, à base de dados da Plataforma Comdinheiro, ao site das companhias investigadas, à B3, entre outras fontes. Os dados foram analisados via métodos mistos (Creswell, 2007), por meio da comparação estatística de indicadores econômico-financeiros das companhias em diferentes períodos de tempo, assim como mediante a análise de conteúdo (Bardin, 2011) dos relatórios contábeis das quatro companhias investigadas.

Este artigo se justifica por dois motivos centrais. O primeiro diz respeito à relevância das companhias do setor de educação superior listadas na B3 que concentram, aproximadamente, 25% das matrículas de toda a educação superior brasileira. O segundo argumento refere-se ao fato de que essas quatro companhias têm capacidade responder imediatamente à pandemia de COVID-19 de forma impactante, uma vez que elas são constituídas por IES de médio e de grande porte. A análise é favorecida pela ampla disponibilização de dados econômico-financeiros por parte dessas companhias, que fazem parte do Novo Mercado na B3, têm *disclosure* obrigatório.

Na literatura internacional, há estudos que analisaram os impactos da crise econômica de 2008 e 2009 na educação superior dos Estados Unidos da América – EUA (Geiger, 2010); que investigaram o impacto de crises financeiras sobre as finanças e estratégias de IES localizadas na parte ocidental do Estados Unidos da América (Dorantes & Low, 2016); e acerca de como a crise econômica afeta a qualidade do sistema educacional em diversos países ao redor do mundo (Heyneman, 1990). Além disso, há também aqueles dedicados a analisar os efeitos da pandemia de COVID-19 sobre as finanças de companhias listadas em bolsa (Qin, Huang, Shen, & Fu, 2020; Rababah, Al-Haddad, Sial, Chunmei, & Cherian, 2020; Shen, Fu, Pan, Yu, & Chen, 2020). No entanto, este artigo cobre uma lacuna na literatura, em vista de ainda haver escassez de estudos a respeito do impacto da pandemia de COVID-19 sobre o setor de educação superior privado e, em particular, sobre as finanças das companhias brasileiras de educação superior listadas no mercado de capitais. Os resultados deste artigo podem contribuir para o meio acadêmico e empresarial, bem como para os formuladores e implementadores de políticas públicas. Eles podem nortear reflexões relevantes sobre os rumos da educação superior brasileira do ponto de vista econômico-financeiro, social e político.

Estruturou-se o artigo em cinco seções, além desta introdução. Na segunda seção apresenta-se os aspectos relativos à educação superior brasileira e ao mercado de capitais. Na sequência, é apresentado o método. A quarta e a quinta seções são dedicadas, respectivamente, à apresentação e discussão dos resultados. Na sexta seção são apresentadas as conclusões.

2 EDUCAÇÃO SUPERIOR BRASILEIRA E O MERCADO DE CAPITAIS

Do ponto de vista histórico, a educação superior brasileira passou por transformações ao longo dos anos. De acordo com Silva Junior *et al.* (2017a), essas transformações envolveram (1) a proibição de educação superior no Brasil no período colonial (Cunha, 2000); (2) as primeiras iniciativas de criação de escolas superiores após a Proclamação da República em 1889, com predomínio de IES públicas (Cunha, 2000); (3) a atuação política do Conselho Federal de Educação (CFE) nas décadas de 1960 a 1980 para interromper o processo de federalização de IES e atuar em defesa do segmento privado (Cunha, 2000; Silva Junior *et al.*, 2017a); (4) a promulgação da Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional (LDBEN) – Lei nº 9.394/1996 que se configurou como marco regulatório que viabilizou a expansão da educação superior brasileira, sobretudo no segmento privado (Cunha, 2000; Silva Junior *et al.*, 2017a; Silva Junior & Quilice, 2020); e (5) a “Nova Era”, que iniciou em 2005 e se estende até os dias atuais, marcada pela consolidação do predomínio do segmento privado na educação superior e pela chegada das IES no mercado de capitais brasileiro no ano de 2007 (Silva Junior *et al.*, 2017a; 2017b; Silva Junior, Silva, Dumer, & Martins-Silva, 2019; Silva Junior, Silva, Dumer, & Martins-Silva, 2020).

Esse predomínio do segmento privado pode ser observado no último Censo da Educação Superior, aquele de 2019. Segundo o censo, o segmento privado representava (1) 88,42% do total de IES, (2) 73,5% do total de cursos; (3) 94,9% do total de vagas ofertadas; e (4) 75,82% do total de matrículas na educação superior brasileira, considerando nesses dados os cursos presenciais e EAD (Inep, 2020). Nesse contexto, um fator relevante e que tem chamado a atenção de Silva Junior *et al.* (2017a), Silva Junior *et al.* (2017b), Pinheiro e Serrano (2019) e Silva Junior *et al.* (2019; 2020) foi a chegada das IES no mercado de capitais no ano de 2007, por meio da realização de *Initial Public Offering* – IPO (Oferta Pública Inicial) junto à antiga Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa).

Em 2007, os primeiros grupos de IES a fazerem o IPO foram a Anhanguera Educacional S.A., Estácio Participações S.A. e Kroton Educacional S.A. Esses três primeiros processos são decorrentes da transformação, respectivamente, das entidades mantenedoras (1) da Anhanguera; (2) da Universidade Estácio de Sá; e (3) do Pitágoras, em companhias abertas. Nos anos seguintes foram realizados os IPO da Gaec Educação S.A. (Ânima) e da Ser Educacional S.A., fazendo com que o setor contasse com a presença de cinco companhias (Silva Junior *et al.*, 2017b).

No ano de 2013, houve o processo de aquisição da Anhanguera Educacional S.A. pela Kroton Educacional S.A., fazendo com que o setor se consolidasse com a presença de quatro companhias no mercado de capitais (Silva Junior *et al.*, 2017b). Mais recentemente, houve mudanças no mercado de capitais, sendo as principais, o fato de (1) a BM&FBovespa ter se transformado na B3; (2) a Kroton ter se tornado Cogna; (3) a Estácio ter assumido a denominação de Yduqs; e (4) a Cruzeiro do Sul Educacional ter feito o IPO em 2021 (Silva Junior

et al., 2019; 2020; B3, 2021). Com isso, atualmente, cinco companhias encontram-se listadas na B3: Ânima, Cogna, Cruzeiro do Sul, Ser e Yduqs⁶.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Do ponto de vista metodológico, realizou-se uma pesquisa documental (Mogalakwe, 2006) junto às fontes de dados secundários, referentes às companhias do setor de educação superior presentes no mercado de capitais brasileiro no período investigado – Ânima, Cogna, Ser e Yduqs – e o setor em geral. A coleta de dados foi realizada junto (1) à base de dados do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (Inep); (2) à plataforma Comdinheiro; (3) às páginas de internet das companhias, sobretudo junto aos departamentos de relações com investidores; (4) ao site da B3; e (5) a outras fontes. Foram consultados diversos documentos secundários, tais como relatórios contábeis e financeiros, relatórios de administração, dados estatísticos, entre outros. Procedimentos como esses, que envolvem consultas à múltiplas fontes de informações, também foram utilizados nos estudos de Rodrigues e Galdi (2017) e Silva, Roma e Iquiapaza (2020). Com isso, foi possível alcançar uma visão mais abrangente do contexto.

Os dados foram analisados por meio de métodos mistos ao articular as abordagens quantitativa e qualitativa (Creswell, 2007) com predomínio da primeira. Na análise quantitativa procedeu-se a comparação de indicadores econômico-financeiros das companhias em diferentes períodos no tempo. A análise qualitativa foi realizada a partir da técnica de análise de conteúdo (Bardin, 2011) dos relatórios contábeis. A análise qualitativa dos relatórios contábeis está em linha com a perspectiva proposta por Assaf Neto (2014), na qual os indicadores não devem ser analisados sem um maior entendimento do contexto das companhias avaliadas.

Para o alcance do objetivo proposto, calculou-se indicadores econômico-financeiros consolidados na literatura de Finanças (Assaf Neto, 2014; Pamplona, Silva, Nakamura, & Rodrigues Junior, 2019; Souza, Montezano, & Lameira, 2020; Almeida & Flach, 2020; Lunardi, Bilk, & Rodrigues Junior, 2020) para as quatro companhias, tal como realizado por Silva Junior *et al.* (2019). Considerando que a declaração de pandemia por parte da OMS ocorreu em 11 de março de 2020, entendeu-se que o primeiro semestre de 2020 era o período que deveria ser comparado com períodos anteriores para a identificação dos efeitos da pandemia nas companhias e, nesse sentido, realizou-se três comparações. A primeira refere-se à comparação do primeiro semestre de 2020 com o final do ano de 2019. A segunda refere-se à comparação do primeiro semestre de 2020 com o primeiro semestre de 2019 e, por fim, a terceira é a comparação do primeiro semestre de 2020 com a média do primeiro semestre dos últimos três anos (2017, 2018 e 2019). Para facilitar a apresentação dos resultados, essas três comparações foram codificadas, respectivamente, da seguinte forma: (1) 1S/20

⁶ Segundo a Brasil Bolsa Balcão – B3, na atual classificação setorial, o setor de educação superior é constituído por essas cinco companhias. Considerando que a presente pesquisa contemplou dados relativos ao período de 2017 a 2020 (primeiro semestre), a Cruzeiro do Sul Educacional foi excluída da análise, pois seu IPO e listagem na B3 somente ocorreu em 2021. Com isso, as análises desse estudo contemplaram as quatro companhias investigadas, quais sejam: Ânima, Cogna, Ser e Yduqs.

- 19; (2) 1S/20 - 1S/19; e (3) 1S/20 – média-17-18-19. Objetivou-se com estas três comparações identificar as mudanças ocorridas nos indicadores econômico-financeiros e avaliar o efeito da pandemia sobre eles.

Os indicadores dividem-se em cinco grupos: (1) indicadores de liquidez; (2) indicadores de atividades; (3) indicadores de endividamento e de estrutura de capital; (4) indicadores de rentabilidade; e (5) indicadores de mercado. Conforme Assaf Neto (2014), os indicadores econômico-financeiros permitem a avaliação da rentabilidade e da capacidade de geração de lucros no futuro (situação econômica), além da capacidade de cumprimento das obrigações assumidas (situação financeira) por parte das companhias. A Tabela 1 apresenta os indicadores utilizados em cada grupo e a forma de cálculo de cada um. Ressalta-se que devido ao fato de as companhias serem prestadoras de serviços educacionais, alguns indicadores apresentados por Assaf Neto (2014) não foram calculados por não serem corretamente aplicáveis à essas companhias, como a liquidez seca, o prazo médio de estocagem e o prazo médio de pagamento a fornecedores. Este procedimento também foi realizado por Silva Junior *et al.* (2019).

Tabela 1

Indicadores Econômico-financeiros utilizados na Pesquisa

Nº	Indicador	Sigla	Descrição
1	Indicadores de liquidez	-	Avaliam a capacidade de pagamento da companhia frente às suas obrigações
1.1	Liquidez corrente	LC	Ativo circulante/passivo circulante
1.2	Liquidez imediata	LI	Disponibilidades/passivo circulante
1.3	Liquidez geral	LG	(Ativo circulante + realizável a longo prazo)/(passivo circulante + exigível a longo prazo)
2	Indicadores de atividade	-	Avaliam o desempenho operacional da companhia
2.1	Prazo médio de recebimento	PMR	Contas a receber/(receita líquida/180)
3	Indicadores de endividamento e de estrutura de capital	-	Avaliam o endividamento e a alocação dos recursos na companhia
3.1	Endividamento	ENDIV	Passivo total/ativo total
3.2	Imobilização de recursos	IMOB_REC	Ativo permanente/(exigível a longo prazo + patrimônio líquido)
4	Indicadores de rentabilidade	-	Avaliam o retorno da companhia em relação ao capital investido ou à receita de vendas
4.1	Retorno sobre o ativo	ROA	Resultado operacional/ativo total
4.2	Retorno sobre o patrimônio líquido	ROE	Resultado líquido/patrimônio líquido
4.3	Margem operacional	MO	Resultado operacional/receita líquida
4.4	Margem líquida	ML	Resultado líquido/receita líquida

Nº	Indicador	Sigla	Descrição
5	Indicadores de mercado	-	Avaliam o desempenho do preço das ações da companhia
5.1	Lucro por ação	LPA	Resultado líquido/nº de ações emitidas
5.2	<i>Market-to-book</i>	MTB	Valor de mercado/patrimônio líquido

Fonte: Elaborada pelos autores, com base em Assaf Neto (2014) e em Silva Junior *et al.* (2019).

Ainda em relação às informações apresentadas na Tabela 1, destaca-se que apenas para o cálculo do prazo médio de recebimento de todo o ano de 2019, dividiu-se a receita líquida por 360 e não por 180 dias. A divisão por 180 dias é adequada somente para o cálculo do referido indicador para um período semestral. Ademais, ressalta-se também que alguns indicadores de rentabilidade e de mercado apresentados por Assaf Neto (2014), tal como o ROIC (retorno sobre os investimentos), por exemplo, não foram contemplados na análise. Entendeu-se que eles gerariam conteúdos informacionais que já estariam, relativamente, contemplados por outros indicadores e poderiam, portanto, ser omitidos sem que houvesse prejuízo para a análise dos dados e o alcance do objetivo proposto.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Estruturou-se essa seção em duas subseções. Na primeira, apresentam-se as características do setor educacional superior no mercado de capitais brasileiro. A segunda, diz respeito aos indicadores econômico-financeiros das quatro companhias investigadas.

4.1 A Dinâmica do Setor Educacional Superior do Mercado de Capitais Brasileiro

Antes mesmo de apresentar as características do setor educacional superior presente no mercado de capitais brasileiro, entende-se ser relevante contextualizar, de forma mais ampla, a educação superior brasileira e os segmentos público e privado. Para isso, recorreu-se aos dados estatísticos disponibilizados pelo Inep em suas bases de dados.

Considerando que a investigação empírica dos indicadores financeiros abrangeu o período de quatro anos entre 2017 e 2020, optou-se nesse estudo por utilizar dados estatísticos do Inep também referente a quatro anos. Destaca-se, porém, que os anos analisados abrangem o período de 2016 a 2019 que se referem aos últimos quatro Censos da Educação Superior.

Apesar de os períodos utilizados na análise dos indicadores das quatro companhias e do setor serem distintos recorreu-se a essa abordagem por serem os dados mais atuais tanto aqueles das companhias quanto do setor. Mesmo se tratando de períodos distintos, a análise permite compreender a evolução dos indicadores das companhias investigadas e do setor.

Como forma de contextualizar o setor da educação superior brasileira, apresenta-se a Tabela 2 com dados relativos ao quantitativo de IES, cursos, vagas

ofertadas e matrículas em cursos de graduação nas modalidades presencial e EAD referentes aos anos de 2016 a 2019, subdivididos entre os segmentos público e privado.

Tabela 2

Indicadores da Educação Superior Brasileira Segmentados entre o Público e o Privado

Total de IES			
Anos	Público	Privado	Total
2016	296	2.111	2.407
2017	296	2.152	2.448
2018	299	2.238	2.537
2019	302	2.306	2.608
Total de Cursos			
Anos	Público	Privado	Total
2016	10.542	23.824	34.366
2017	10.425	24.955	35.380
2018	10.526	27.436	37.962
2019	10.714	29.713	40.427
Total de Vagas Ofertadas			
Anos	Público	Privado	Total
2016	750.850	9.911.651	10.662.501
2017	823.843	9.955.243	10.779.086
2018	835.569	12.693.532	13.529.101
2019	837.809	15.587.493	16.425.302
Total de Matrículas			
Anos	Público	Privado	Total
2016	1.990.078	6.058.623	8.048.701
2017	2.045.356	6.241.307	8.286.663
2018	2.077.481	6.373.274	8.450.755
2019	2.080.146	6.523.678	8.603.824

Nota. Cursos, vagas e matrículas são referentes às modalidades de ensino presencial e a distância.

Fonte: Inep (2017; 2018; 2019; 2020).

Mediante os dados apresentados na Tabela 2, é possível observar os seguintes aspectos centrais entre os anos de 2016 a 2019: (1) aumento de 8,35% no quantitativo de IES, sobretudo no segmento privado; (2) aumento de 1,63% no quantitativo de cursos ofertados no segmento público; (3) aumento de 24,72% no quantitativo de cursos ofertados no segmento privado; (4) aumento de 11,58% no quantitativo de vagas ofertadas no segmento público; (5) aumento de 57,26% no quantitativo de vagas ofertadas no segmento privado; (6) aumento de 4,53% no quantitativo de matrículas no segmento público; e (7) aumento de 6,89% no quantitativo de matrículas no segmento privado. Diante disso, constata-se que tanto o segmento público quanto o privado tiveram aumento nos indicadores. Porém, o aumento sempre foi mais acentuado no segmento privado, o que caracteriza a “Nova Era” da educação superior brasileira (Silva Junior *et al.*, 2017a).

No período investigado, apenas quatro companhias tinham ações negociadas na B3. Tratam-se de Ânima, Cognia, Ser e Yduqs que se configuram como entidades mantenedoras de 416 IES credenciadas junto ao MEC, representando aproximadamente 18,04% do total de IES privadas (Ânima

Educação, 2020; Cogna Educação, 2020; Ser Educacional, 2020; Yduqs Participações, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

A Ânima é uma companhia que realizou IPO no mercado de capitais em 2013. A sua história na educação superior teve início em 2003 com a aquisição da Minas Gerais Educação Ltda., entidade mantenedora do Centro Universitário Una, localizada em Belo Horizonte, capital de Minas Gerais (Ânima Educação, 2020).

Atualmente, com aproximadamente 17 anos de atuação na educação superior brasileira e 102.460 alunos matriculados, a Ânima detém o controle de 69 IES, das quais podem se destacar: (1) Universidade São Judas Tadeu no Estado de São Paulo; (2) sete centros universitários, quais sejam, Una, Una Bom Despacho, UniBH, Centro Universitário São Judas Tadeu, UniSociesc, UniSociesc Curitiba, Centro Universitário UniAGES, que estão localizados nos estados de Minas Gerais, São Paulo, Paraná, Santa Catarina, Sergipe e Bahia; e (3) duas faculdades e diversas unidades acadêmicas, nos estados de Minas Gerais, Goiás, Santa Catarina, Bahia e Sergipe (Ânima Educação, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

A história da Cogna na educação brasileira tem como marco inicial a criação do curso pré-vestibular Pitágoras, em 1966. Desde a sua origem até o final da década de 1990, a Rede Pitágoras se dedicou à educação básica. Somente a partir do início dos anos 2000 é que surgiu a primeira iniciativa na educação superior com a criação da Faculdade Pitágoras. Um passo importante no histórico da companhia foi dado em 2007, quando o Pitágoras fez o IPO junto a BM&FBovespa já sob a denominação de Kroton Educacional (Cogna Educação, 2020).

Já na condição de companhia aberta, a Kroton Educacional implementou amplo processo de aquisições, sendo as principais delas a da IUNI Educacional, em 2010, e da Anhanguera Educacional, em 2013. Com o passar dos anos, a companhia continuou o seu processo de expansão e reestruturação culminando, em 2019, com a criação da Cogna Educação, que se configura como uma nova estrutura de negócios, pautada em quatro verticais (termo adotado pela própria companhia que representa a suas unidades de negócios) dentro do setor educacional. São elas: (1) Kroton, dedicada à graduação presencial e EAD; (2) Platos, dedicada à pós-graduação presencial e EAD; (3) Saber, dedicada à educação básica por meio de escolas próprias/contratos e rede Red Balloon (escola de inglês); e (4) Vasta, dedicada a atender à educação básica ao oferecer conteúdo para escolas através de sistemas de ensino, como Anglo e Pitágoras, com material digital e impresso (Cogna Educação, 2020).

Segundo os números apresentados no site da companhia, a Cogna conta com os seguintes dados por vertical de negócios: (1) Kroton, que tem aproximadamente 844 mil alunos matriculados em cursos de graduação presencial e EAD vinculados a 181 IES credenciadas junto ao MEC; (2) Platos, que tem aproximadamente 44 mil alunos matriculados em cursos de pós-graduação presencial e EAD (juntas, a Kroton e a Platos contemplam 181 unidades próprias de educação superior e 1.536 polos credenciados de EAD); (3) Saber, que tem aproximadamente 31 mil alunos matriculados em 52 escolas próprias/contratos e 22 mil alunos distribuídos em 122 unidades da rede Red Balloon; e (4) Vasta, que atente aproximadamente 1,5 milhão de alunos em 4,2 mil escolas associadas (Cogna Educação, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

A Ser teve sua origem no contexto educacional com a fundação do Complexo Educacional Bureau Jurídico, em 1993, que realizava cursos preparatórios para concursos em Recife, capital de Pernambuco. Em 2003, a Ser ingressou na educação superior com o credenciamento da Faculdade Maurício de Nassau, mantida pelo Ensino Superior Bureau Jurídico Ltda. (ESBJ), que sucedeu o antigo complexo educacional (Ser Educacional, 2020). Ao longo dos anos, a Ser veio implantando um processo de crescimento e expansão sempre focalizados na Região Nordeste e Norte do Brasil, tendo como marca principal a Maurício de Nassau. Em 2010, a instituição adotou a marca Ser Educacional e, em 2013, fez o IPO junto à BM&FBovespa (Ser Educacional, 2020).

Já como uma companhia aberta, a Ser intensificou o processo de expansão por meio de novas aquisições e abertura de novas unidades, alcançando todas as regiões brasileiras. A Ser possui 90 IES credenciadas junto ao MEC, sendo que as suas principais instituições são: (1) Centro Universitário Maurício de Nassau (UniNassau); (2) Universidade da Amazônia (Unama); (3) Universidade Guarulhos (UNG); (4) Faculdade Maurício de Nassau; (5) Faculdade Joaquim Nabuco; e (5) Faculdades Integradas do Tapajós. Por meio dessas IES e outras instituições, a Ser oferece cursos de graduação, pós-graduação e educação tecnológica nas modalidades presencial e EAD e conta atualmente com 177.200 alunos matriculados (Ser Educacional, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

O histórico da Yduqs está relacionado ao credenciamento da Faculdade de Direito Estácio de Sá na cidade do Rio de Janeiro em 1970. Desde a sua origem, a instituição demonstrava perfil empreendedor ao iniciar processo de expansão que culminou, em 1972, na transformação da instituição em Faculdades Integradas Estácio de Sá e, em 1988, com a transformação da instituição na Universidade Estácio de Sá no Rio de Janeiro (Yduqs Participações, 2020).

Já com o status de universidade, a instituição experimentou um primeiro processo de expansão no âmbito do município do Rio de Janeiro, em 1992. Em seguida, no ano de 1996, o alvo da expansão foi o estado do Rio de Janeiro e, a partir de 1998, a expansão se deu em nível nacional. Esse processo de expansão nacional culminou na formação de um conglomerado de entidades mantenedoras e mantidas. Como forma de conquistar a eficácia corporativa, esse conglomerado passou por processo de reestruturação organizacional em 2005. Essa reestruturação viabilizou que, no ano de 2007, fosse feito o processo de abertura de capital junto à BM&FBovespa e a criação da Estácio Participações (Yduqs Participações, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

Após a abertura de capital, a companhia vem implementando um amplo processo de expansão e crescimento por meio da abertura de novas IES e aquisições de novas entidades mantenedoras e mantidas. Em 2019, a companhia passou a adotar a marca Yduqs Participações e, atualmente, possui (1) 33 entidades mantenedoras; (2) 76 entidades mantidas credenciadas junto ao MEC; (3) 114 campi; (4) 1.225 polos de EAD; e (5) 752.700 alunos matriculados, sendo 343.800 em cursos de graduação presencial, 296.800 em cursos de graduação EAD, 28.300 em cursos de pós-graduação presencial e 83.800 em cursos de pós-graduação EAD (Yduqs Participações, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

Embora essas quatro companhias tenham uma ampla atuação na educação brasileira (educação básica e superior), apresenta-se a seguir os

dados referentes apenas às matrículas em cursos de graduação (presencial e EAD), o que permitirá fazer uma análise comparativa com a Tabela 2. A Tabela 3 apresenta a evolução no número de matrículas em cursos de graduação dessas companhias entre os anos de 2017 e 2020 (primeiro semestre), segmentado entre as modalidades presencial e EAD.

Tabela 3

Evolução no Número de Matrículas em Cursos de Graduação das Quatro Companhias Investigadas entre 2017 e 2020 (Primeiro Semestre)

Evolução no número de matrículas em cursos de graduação					
Companhias	Modalidade	2017	2018	2019	2020 (primeiro semestre)
Ânima	Presencial	83.045	88.406	97.277	102.019
	EAD	2.752	1.153	468	441
	Total	85.797	89.559	97.745	102.460
Cogna	Presencial	375.413	358.093	321.371	292.152
	EAD	465.851	457.239	459.025	552.029
	Total	841.264	815.332	780.396	844.181
Ser	Presencial	133.945	127.837	145.496	138.700
	EAD	9.462	13.759	23.470	38.500
	Total	143.407	141.596	168.966	177.200
Yduqs	Presencial	314.100	285.400	280.900	343.800
	EAD	127.600	156.100	214.600	296.800
	Total	441.700	441.500	495.500	640.600

Fonte: Ânima Educação (2020); Cogna Educação (2020); Ser Educacional (2020); Yduqs Participações (2020).

A análise comparativa entre os dados apresentados por meio das Tabelas 2 e 3, permite identificar alguns aspectos relevantes em termos do quantitativo de IES e de matrículas em cursos de graduação (presencial e EAD). Do ponto de vista do quantitativo de IES, essas quatro companhias possuem, em conjunto, 416 IES (entidades mantidas) credenciadas junto ao MEC, o que representa aproximadamente 15,95% do total de IES no setor (Inep, 2020; Ânima Educação, 2020; Cogna Educação, 2020; Ser Educacional, 2020; Yduqs Participações, 2020; Sistema e-MEC, 2020).

Já em relação ao quantitativo de matrículas e considerando como base o ano de 2019 observa-se que essas quatro companhias possuíam, aproximadamente, 18,26% do total de matrículas no setor. Levando-se em conta apenas o segmento privado, constata-se que essas quatro companhias concentram, aproximadamente, 24,21% do total de matrículas (Inep, 2020; Ânima Educação, 2020; Cogna Educação, 2020; Ser Educacional, 2020; Yduqs Participações, 2020). Esses percentuais são distintos aos encontrados por Silva Junior et al. (2017b).

Um aspecto relevante em relação ao quantitativo de matrículas refere-se ao fato de haver um movimento semelhante entre o setor e as companhias investigadas, uma vez que esses indicadores cresceram nos últimos quatro anos. Porém, enquanto o crescimento no quantitativo de matrículas no setor foi de 6,9% e, especificamente, no segmento privado foi de 7,7%; no caso das companhias investigadas esse crescimento foi de 16,7%. Em parte, esse aumento mais

expressivo observado na evolução da base de alunos pode estar relacionado ao movimento de aquisições que essas companhias vêm empreendendo no segmento privado nos últimos anos (Pinheiro & Serrano, 2019; Inep, 2020; Ânima Educação, 2020; Cogna Educação, 2020; Ser Educacional, 2020; Yduqs Participações, 2020). Considerando que essas companhias representam, aproximadamente, 18,04% do total de IES privadas e que o movimento de aquisições vem se intensificando no setor, pode-se inferir que essas quatro companhias possuem uma ampla oportunidade de expansão no setor, com tendência de torná-lo cada vez mais concentrado nesses quatro grandes grupos empresariais presentes no mercado de capitais brasileiro (Pinheiro & Serrano, 2019).

4.2 A Dinâmica dos Indicadores Econômico-Financeiros das Companhias Investigadas

A Tabela 4 apresenta, no Painel A, os indicadores de liquidez, de atividades, de endividamento e de estrutura de capital calculados para cada uma das quatro companhias investigadas. O Painel B da Tabela 4 apresenta as comparações realizadas nesta pesquisa, com o fim de identificar os impactos econômico-financeiros preliminares da pandemia de COVID-19 no setor da educação superior presente no mercado de capitais brasileiro.

Tabela 4

Indicadores de Liquidez, de Atividades e de Endividamento e Estrutura de Capital

Painel A - Indicadores calculados							
Companhias	Data	LC	LI	LG	PMR	ENDIV	IMOB_R EC
ÂNIMA	30/06/2017	1,56	0,49	0,85	130	51,07%	70,61%
	30/06/2018	2,45	1,33	0,84	77	51,58%	66,42%
	30/06/2019	1,39	0,33	0,37	75	65,17%	87,26%
	31/12/2019	1,34	0,54	0,40	37	71,23%	83,37%
	30/06/2020	3,44	2,08	0,82	90	51,93%	64,60%
COGNA	30/06/2017	2,46	1,15	1,48	127	19,00%	77,06%
	30/06/2018	2,86	0,95	1,67	156	17,88%	74,88%
	30/06/2019	1,81	0,40	0,43	154	52,56%	83,61%
	31/12/2019	1,63	0,30	0,42	86	53,59%	84,12%
	30/06/2020	2,25	1,16	0,54	175	50,53%	79,90%
SER	30/06/2017	2,04	0,98	1,01	129	47,11%	63,22%
	30/06/2018	4,46	2,90	1,49	114	37,57%	49,47%
	30/06/2019	2,04	1,21	0,90	105	48,98%	67,98%
	31/12/2019	1,59	0,75	0,70	47	48,87%	78,37%
	30/06/2020	3,12	1,93	0,83	120	55,07%	61,81%
YDUQS	30/06/2017	1,64	0,52	1,41	105	38,18%	60,77%
	30/06/2018	1,95	0,46	1,96	105	26,86%	59,56%
	30/06/2019	2,49	1,11	0,90	77	45,48%	66,82%
	31/12/2019	2,19	0,90	0,90	38	43,72%	69,10%
	30/06/2020	1,48	0,93	0,65	90	65,58%	73,45%

Painel B – Comparações							
Companhias	Comparações	LC (%)	LI (%)	LG (%)	PMR (%)	ENDIV (%)	IMOB_R EC (%)
ÂNIMA	1S/20 - 19	156,43	287,03	105,27	145,46	-27,09	-22,52
	1S/20 - 1S/19	146,58	527,71	120,70	20,78	-20,31	-25,97
	1S/20 - média-17-18-19	90,87	189,97	19,10	-3,86	-7,16	-13,60
COGNA	1S/20 - 19	38,38	285,32	27,30	103,95	-5,71	-5,01
	1S/20 - 1S/19	24,24	188,54	25,47	13,29	-3,88	-4,43
	1S/20 - média-17-18-19	-5,23	38,75	-54,82	19,75	69,48	1,77
SER	1S/20 - 19	97,03	155,88	18,78	155,18	12,69	-21,14
	1S/20 - 1S/19	52,93	58,89	-7,85	14,94	12,43	-9,08
	1S/20 - média-17-18-19	9,78	13,65	-26,87	3,64	23,61	2,63
YDUQS	1S/20 - 19	-32,10	2,97	-27,55	134,33	49,99	6,29
	1S/20 - 1S/19	-40,39	-15,91	-27,64	16,05	44,20	9,93
	1S/20 - média-17-18-19	-26,72	34,21	-54,20	-5,99	78,02	17,74

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4, pode-se observar que a Ânima apresentou aumento na liquidez corrente em todas as comparações realizadas (156,43% na comparação 1S/20 - 19, 146,58% na comparação 1S/20 - 1S/19, e 90,87% na comparação 1S/20 - média-17-18-19 - essa ordem de apresentação será mantida quando as bases de comparação da pesquisa forem citadas em conjunto). O mesmo ocorreu em relação à liquidez imediata (287,03%, 527,71% e 189,97%) e geral (105,27%, 120,70% e 19,10%). Esses resultados indicam que a companhia não apresentou dificuldades para cumprir com as suas obrigações de curto prazo no primeiro semestre de 2020 e tende a não apresentar tal dificuldade num futuro próximo, tendo, inclusive, capacidade financeira para a realização de novos investimentos, como, por exemplo, a aquisição de novas IES.

Observa-se também que a Ânima apresentou um aumento no seu prazo médio de recebimento em duas das três comparações realizadas (145,46%, 20,78% e -3,86%). Esse resultado é explicado pelo aumento nos recebíveis da companhia devido à maior dificuldade dos alunos em honrar com as mensalidades no período da pandemia de COVID-19 (Ânima, 2020). Observa-se também que a companhia apresentou uma redução em seu endividamento em todas as comparações realizadas pela pesquisa (-27,09%, -20,31% e -7,16%) e também na imobilização de recursos (-22,52%, -25,97% e -13,60%). A redução no endividamento é justificada pelo aumento da participação do capital próprio na companhia após uma oferta subsequente de ações no início do ano de 2020 e, como há uma alta liquidez devido a um maior investimento em ativo circulante, justifica-se também a redução na imobilização de recursos, que é referente ao ativo permanente. Ressalta-se, no entanto, que a companhia apresenta condições de ampliar seus investimentos no futuro (Ânima Educação, 2020).

Em relação à Cogna, observa-se, na Tabela 4, que a companhia apresentou um aumento na liquidez corrente em duas das três comparações (38,38%, 24,24% e -5,23%), aumento na liquidez imediata em todas as comparações (285,32%, 188,54% e 38,75%) e aumento na liquidez geral em duas das três comparações realizadas (27,30%, 25,47% e -54,82%). Assim, observa-se

apesar da companhia apresentar uma liquidez corrente e geral menor que a média do 1º semestre dos últimos 3 anos, ela apresenta uma boa capacidade de cumprir com suas obrigações de curto prazo. O fato de a liquidez imediata ser de 1,16 e da liquidez corrente ser de 2,25 evidencia essa situação. A companhia, porém, apresentou aumento no seu prazo médio de recebimento em todas as comparações realizadas (103,95%, 13,29% e 19,75%). Este aspecto é devido ao aumento dos seus recebíveis graças à maior inadimplência dos alunos no contexto pandêmico, conforme apontado pela própria companhia (Cogna Educação, 2020).

O endividamento da Cogna reduziu-se em duas das três comparações (-5,71%, -3,88% e 69,48%) e, apesar de ter havido um aumento de 69,48% na última das três comparações, a estrutura de capital da companhia é formada por 50,53% de passivos, aspecto que não tende a caracterizar a sua situação como preocupante neste sentido e, inclusive, pode-se observar que a Cogna apresenta o menor endividamento dentre as quatro companhias analisadas. Em relação à imobilização de recursos, observou-se reduções na maior parte das comparações (-5,01%, -4,43% e 1,77%), porém, provavelmente, devido ao aumento na liquidez, aspecto que caracteriza um aumento na alocação de recursos em ativo circulante e reduz a proporção de ativos imobilizados. Assim, observa-se que esta redução na imobilização de recursos, na verdade, não caracteriza desinvestimentos por parte da companhia (Cogna Educação, 2020).

Ainda em relação à Tabela 4, pode-se observar que a Ser apresentou aumento em sua liquidez corrente em todas as comparações realizadas (97,03%, 52,93% e 9,78%). Essa situação também ocorreu em relação à liquidez imediata (155,88%, 58,89% e 13,65%) e, embora não tenha ocorrido o mesmo com a liquidez geral (18,78%, -7,85% e -26,87%), o fato de a companhia apresentar uma liquidez corrente no valor de 3,12 e uma liquidez imediata no valor de 1,93 sugere que a Ser possui uma boa capacidade de cumprir com as suas obrigações de curto prazo, estando, portanto, sólida neste sentido. O prazo médio de recebimento também apresentou aumento em todas as comparações realizadas (155,18%, 14,94% e 3,64%) devido à atual situação econômica provocada pela pandemia de COVID-19 (Ser Educacional, 2020), tal como também apontado para a Ânima e para a Cogna.

Em relação ao endividamento da Ser, pode-se observar um aumento em todas as comparações realizadas pela pesquisa (12,69%, 12,43% e 23,61%), porém, ainda assim a companhia apresentou, no final do primeiro semestre de 2020, uma estrutura de capital composta por 55,07% de passivos, aspecto que não tende a colocar a companhia em risco financeiro, especialmente, devido à sua alta liquidez, como já apresentado. A imobilização de recursos da companhia apresentou uma queda em duas das três comparações realizadas (-21,14%, -9,08% e 2,63%), mas estes números estão associados apenas com um aumento da liquidez e não com políticas de desinvestimentos por parte da companhia (Ser Educacional, 2020), tal como também foi indicado para a Anima e para a Cogna.

A Yduqs, de forma contrária às demais companhias, apresentou queda na liquidez corrente em todas as comparações (-32,10%, -40,39% e -26,72%), como pode ser observado na Tabela 4. Houve queda também na liquidez imediata em uma das três comparações realizadas (2,97%, -15,91% e 34,21%) e queda na liquidez geral em todas as comparações (-27,55%, -27,64% e -54,20%). Esse

aspecto sugere que, diferentemente das demais companhias, que devido ao contexto pandêmico optaram por manter mais dinheiro em caixa para responder às obrigações de curto prazo, a Yduqs não optou por essa estratégia de investimento em liquidez (ativo circulante). Inclusive, também diferentemente das demais companhias, a Yduqs reportou aumento na imobilização de recursos em todas as comparações realizadas (6,29%, 9,93% e 17,74%). Isto porque mesmo no contexto pandêmico, a companhia optou por realizar mais investimentos, além de manter aqueles que já estavam em curso (Yduqs Participações, 2020).

Nota-se também um aumento no prazo médio de recebimento da companhia em duas das três comparações realizadas (134,33%, 16,05% e -5,99%). Semelhante ao ocorrido com as demais companhias, isso também ocorreu devido ao aumento na inadimplência no período pandêmico (Yduqs Participações, 2020). A companhia também reportou aumento no seu endividamento em todas as comparações realizadas (49,99%, 44,20% e 78,02%). Ressalta-se, inclusive, que dentre as companhias analisadas, a Yduqs é a que possui o maior nível de endividamento com 65,58% de passivos em sua estrutura de capital. A companhia atribui este aumento nas dívidas ao financiamento das novas aquisições e ao reforço no caixa para o enfrentamento, da pandemia (Yduqs Participações, 2020). Assim, tal endividamento tende a não ser preocupante, caso as operações da companhia apresentem resultados positivos nos próximos trimestres ou caso haja uma nova oferta pública de ações num futuro próximo. Considerando alguns aspectos positivos reportados pela companhia, como o fato dela ter apresentado, no segundo trimestre de 2020, a maior base de alunos da sua história (Yduqs Participações, 2020), o atual nível de endividamento não deve colocar em risco a continuidade de suas operações.

A Tabela 5 apresenta, em seu Painel A, os indicadores de rentabilidade e de mercado, calculados para cada uma das quatro companhias investigadas, enquanto que o Painel B apresenta as comparações realizadas. Como pode ser observado, a pandemia de COVID-19 impactou negativamente todas as companhias. Salvo apenas duas exceções, todas as companhias apresentaram reduções no retorno sobre o ativo (ROA), no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e nas margens operacional e líquida. As duas exceções identificadas também não caracterizam resultados positivos. O aumento de 59,26% no ROE da Ânima na comparação do primeiro semestre de 2020 com o final do ano de 2019 é, na verdade, fruto de um ROE que era de -1,39% e foi para -0,57%, ou seja, houve apenas uma redução no prejuízo líquido da companhia. O aumento de 2,65% da margem líquida da Ser é fruto de uma variação de 10,69%, no final do ano de 2019, para 10,97%, ao final do primeiro semestre de 2020. Portanto, os resultados sugerem que a pandemia de COVID-19 gerou resultados negativos para a rentabilidade de todas as companhias do setor de educação superior na B3.

Tabela 5
Indicadores de rentabilidade e de mercado

Painel A - Indicadores calculados							
Companhias	Data	ROA	ROE	MO	ML	LPA	MTB
ÂNIMA	30/06/2017	5,04%	9,23%	13,87%	12,43%	0,81	1,87
	30/06/2018	3,75%	5,12%	10,17%	6,73%	0,47	1,68
	30/06/2019	4,11%	3,09%	14,25%	3,73%	0,27	2,16
	31/12/2019	5,00%	-1,39%	10,15%	-0,81%	-0,12	3,40
	30/06/2020	1,88%	-0,57%	9,31%	-1,35%	-0,09	1,58
COGNA	30/06/2017	5,28%	7,08%	33,23%	36,08%	0,64	1,65
	30/06/2018	4,41%	6,00%	29,23%	32,63%	0,58	1,01
	30/06/2019	1,90%	2,43%	17,98%	10,89%	0,24	1,10
	31/12/2019	2,98%	1,53%	14,47%	3,45%	0,15	1,26
	30/06/2020	-0,76%	-2,74%	-9,20%	-16,33%	-0,26	0,73
SER	30/06/2017	8,90%	13,25%	29,02%	22,85%	1,16	2,86
	30/06/2018	5,59%	8,34%	21,45%	19,99%	0,96	1,38
	30/06/2019	6,33%	8,68%	25,83%	18,08%	0,89	2,44
	31/12/2019	10,17%	10,42%	20,40%	10,69%	1,06	2,79
	30/06/2020	4,28%	5,26%	19,88%	10,97%	0,56	1,46
YDUQS	30/06/2017	8,16%	10,53%	20,85%	16,63%	0,96	1,61
	30/06/2018	11,98%	14,01%	26,73%	22,86%	1,41	2,46
	30/06/2019	9,70%	14,36%	28,56%	23,05%	1,45	2,81
	31/12/2019	16,33%	20,83%	25,25%	18,12%	2,15	4,53
	30/06/2020	2,52%	2,76%	12,24%	4,61%	0,29	3,24
Painel B – Comparações							
Companhias	Comparações	ROA (%)	ROE (%)	MO (%)	ML (%)	LPA (%)	MTB (%)
ÂNIMA	1S/20 - 19	-62,40	59,26	-8,27	-66,07	26,21	-53,56
	1S/20 - 1S/19	-54,23	-118,32	-34,63	-136,11	-132,69	-27,08
	1S/20 - média-17-18-19	-56,28	-109,73	-27,02	-117,67	-117,32	-17,13
COGNA	1S/20 - 19	-125,66	-279,08	-163,57	-572,93	-276,65	-42,08
	1S/20 - 1S/19	-140,18	-212,91	-151,15	-249,93	-209,78	-33,93
	1S/20 - média-17-18-19	-119,78	-153,07	-134,31	-161,53	-153,92	-41,85
SER	1S/20 - 19	-57,91	-49,55	-2,52	2,65	-47,58	-47,81
	1S/20 - 1S/19	-32,34	-39,43	-23,01	-39,30	-37,89	-40,21
	1S/20 - média-17-18-19	-38,29	-47,89	-21,81	-45,97	-44,77	-34,48
YDUQS xxxxxxx	1S/20 - 19	-84,56	-86,74	-51,53	-74,54	-86,35	-28,50
	1S/20 - 1S/19	-74,01	-80,77	-57,15	-79,98	-79,76	15,36
	1S/20 - média-17-18-19	-74,66	-78,70	-51,78	-77,86	-76,97	41,25

Fonte: Elaborada pelos autores.

De forma similar, os indicadores de mercado também apresentaram queda em todas as comparações, com exceção da Ânima, que também não representou, necessariamente, um resultado positivo. O aumento de 26,21% em seu lucro por ação foi derivado, na verdade, da redução do seu prejuízo por ação de -0,12, reportado no final do ano de 2019, para -0,09 no primeiro semestre de 2020. Ressalta-se também que as reduções identificadas no índice *market-to-book* (MTB) das quatro companhias analisadas são oriundas da redução do valor de mercado destas durante o período pandêmico, com exceção da Ânima que,

embora tenha apresentado redução neste indicador ao final do primeiro semestre de 2020, tal redução ocorreu devido a um aumento do seu patrimônio líquido a partir de uma oferta subsequente de ações no início do ano de 2020 (Ânima Educação, 2020). De modo geral, pode-se afirmar que os resultados sugerem que a pandemia de COVID-19 trouxe impactos negativos para o valor de mercado das companhias analisadas pela pesquisa.

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Considerando os resultados apresentados, entende-se que pelo menos três aspectos podem ser elencados para análise e discussão, quais sejam: (1) os efeitos negativos da pandemia; (2) a solidez das companhias; e (3) os possíveis impactos futuros da pandemia de COVID-19 no setor de educação superior no Brasil e, em específico, para o segmento privado. Sobre o primeiro aspecto, os resultados evidenciam que a pandemia aumentou a inadimplência dos alunos das IES mantidas pelas quatro companhias investigadas e isso refletiu na queda da rentabilidade e no valor de mercado delas no período analisado. A pandemia gerou uma crise econômica de impacto mundial, que culminou, dentre outros aspectos, no aumento do desemprego e na redução na demanda de diversos setores da economia, especialmente, naqueles que exigem a presença física do cliente/usuário, tal como a educação superior em sua modalidade presencial (Donthu & Gustafsson, 2020; Pak et al., 2020).

Evidências apontam que alunos enfrentaram dificuldades para manterem-se matriculados em IES (principalmente as privadas) durante a pandemia de COVID-19, especialmente, devido à queda na renda pessoal e/ou familiar, ocasionada pelo desemprego (Instituto Semesp, 2020). Verificou-se os efeitos dessa realidade nas companhias por meio de três aspectos apresentados pelos resultados, quais sejam: (1) o aumento do prazo médio de recebimento, devido ao aumento da inadimplência; (2) a queda na rentabilidade, inclusive, com algumas companhias auferindo prejuízo líquido e operacional; e (3) a queda no valor de mercado das companhias, como um reflexo da queda na rentabilidade vivenciada por elas no período analisado.

Porém, o segundo aspecto levantado para discussão e análise refere-se à solidez das companhias para enfrentar o período pandêmico. Os dados apontam que as quatro companhias investigadas possuem alta liquidez e endividamento controlado, aspectos que caracterizam um baixo risco, no que diz respeito ao não cumprimento de obrigações financeiras. Nesse sentido, apesar das incertezas quanto à duração da pandemia e quanto à capacidade de recuperação da economia brasileira (e mundial), compreende-se que as companhias analisadas não apresentam risco de descontinuidade sendo, portanto, sólidas do ponto de vista financeiro. Esse aspecto é importante não só para as companhias e seus acionistas, mas também para os seus stakeholders, como credores, alunos, funcionários, dentre outros.

O terceiro aspecto elencado para análise e discussão é referente aos possíveis impactos futuros da pandemia de COVID-19 no setor de educação superior no Brasil e, em específico, no segmento privado. Justifica-se a necessidade da análise e discussão deste aspecto a partir de dois elementos observados no setor de educação superior e no segmento privado presente na

B3. O primeiro está associado com o fato de que dados preliminares apontam que a pandemia de COVID-19 tem potencial para gerar maiores impactos negativos nas IES de pequeno e de médio porte, em especial, nas primeiras (Instituto Semesp, 2020). O segundo refere-se à alta liquidez observada nas companhias analisadas e à disposição para novos investimentos identificada nos relatórios contábeis divulgados por elas (Ânima Educação, 2020; Cogna Educação; 2020. Ser Educacional, 2020; Yduqs Participações, 2020).

Neste sentido, é possível que, após a pandemia de COVID-19, o setor educacional superior e, em específico, o segmento privado no Brasil, esteja configurado da seguinte maneira: (1) predomínio de IES de pequeno e de médio porte em deteriorada situação financeira; e (2) algumas outras IES, em especial, às de grande porte, tal como aquelas das quatro companhias investigadas por este estudo, com uma considerável disponibilidade de recursos para realizar investimentos diversos. Essa relação dual permitirá que as quatro companhias investigadas se aproveitem para ampliar os processos de aquisições em curso com vistas a aumentar as suas participações no setor da educação superior brasileira e, em específico, no segmento privado.

Pelo menos duas evidências empíricas do setor da educação superior brasileira e do setor presente no mercado de capitais brasileiro suportam esse provável movimento de aquisições. A primeira evidência diz respeito a um movimento contrário na evolução das matrículas entre o segmento privado do setor da educação superior e as quatro companhias investigadas e listadas na B3. Segundo os dados do Inep, por um lado, o quantitativo de matrículas no segmento privado reduziu entre 2016 a 2019 em 6,12% (Inep, 2017; 2018; 2019; 2020). Por outro, o quantitativo de matrículas das quatro companhias investigadas cresceu entre 2017 e 2020 (apenas primeiro semestre) em 16,7% (Ânima Educação, 2020; Cogna Educação, 2020; Ser Educacional, 2020; Yduqs Participações, 2020). Essa evidência indica que o crescimento observado no quantitativo de matrículas das quatro companhias investigadas é oriundo de aquisições, já que as matrículas no setor vêm reduzindo sistematicamente ano a ano.

A segunda evidência refere-se ao fato de que essas quatro companhias controlam, atualmente, 15,95% do total de IES no setor e 18,04% quando se considera apenas o segmento privado. Isso significa que existem 81,96% de IES privadas no setor (de pequeno, médio e grande porte) que são passíveis de serem adquiridas pelas quatro companhias investigadas. Um exemplo recente desse movimento envolveu disputas entre a Ser e a Ânima para a aquisição do Grupo Laureate no Brasil.

Inicialmente, a Ser divulgou como "Fato Relevante", no dia 13 de setembro de 2020, a transação de aquisição do Grupo Laureate no Brasil (Ser Educacional, 2020). Mais tarde, nos dias 27 e 30 de outubro de 2020 e 2 de novembro de 2020, a Ânima divulgou três "Fatos Relevantes" referentes respectivamente, (1) que a proposta da Ânima para aquisição do Grupo Laureate no Brasil havia sido vencedora; (2) o acordo entre a Ânima e a Ser para solucionar o Transaction Agreement firmado entre a Ser e o Grupo Laureate no Brasil em 11 de setembro de 2020; e (3) o contrato celebrado pela Ânima para aquisição dos ativos do Grupo Laureate no Brasil (Ânima Educação, 2020).

Com essa aquisição, a Ânima ampliará o seu quantitativo de alunos matriculados (graduação e pós-graduação – presencial e EAD) em aproximadamente 270.000 alunos, uma vez que conta, atualmente, com um total de 102.460 alunos matriculados (Ânima Educação, 2020). Com essa transação, as quatro companhias juntas alcançariam 23,67% das matrículas no setor como um todo, e 31,18% das matrículas apenas considerando o segmento privado.

No conjunto, as duas evidências empíricas destacadas sinalizam que o setor da educação superior brasileiro está se consolidando como com estrutura de mercado do tipo oligopólio. No âmbito da educação superior brasileira, o oligopólio constituído pelas quatro companhias investigadas possui potencial para operar com grandes economias de escala e, com isso, atuar com custos operacionais menores tanto na modalidade presencial quanto na EAD, influenciando diversos aspectos econômico-financeiros do setor (Corrêa, 2017). Dentre esses aspectos, pode-se destacar (1) o controle sobre a formação de preços de mensalidades no setor; (2) a precarização do trabalho docente e o domínio das relações de trabalho, com possibilidade de demissões em massa (Santos, Guimarães-losif, & Chaves, 2013); (3) o possível comprometimento na qualidade dos serviços educacionais ofertados (Corrêa, 2017; Silva Junior *et al.*, 2017a; Cruz & Paula, 2018); (4) a atuação política junto ao MEC para direcionar a formulação e implementação de políticas públicas que beneficiem as companhias do oligopólio (Silva Junior & Quilice, 2020); e (5) a ampliação da concentração no setor via novas fusões e aquisições de IES de menor porte por parte das quatro companhias investigadas (Corrêa, 2017).

6 CONCLUSÕES

O objetivo desse estudo foi analisar os impactos econômicos e financeiros preliminares da pandemia de COVID-19 no setor da educação superior presente no mercado de capitais brasileiro. Os resultados evidenciam que a pandemia de COVID-19 provocou impactos negativos nos indicadores econômico-financeiros das companhias investigadas. Em síntese, houve aumento da inadimplência de discentes das IES mantidas pelas companhias, o que refletiu na queda de rentabilidade e no valor de mercado das companhias no período analisado.

A despeito desses impactos negativos constatados, foi possível observar que essas companhias possuem solidez econômico-financeira para enfrentar o período pandêmico e lidar com os seus efeitos negativos. Isso se deve ao fato de as companhias investigadas possuírem alta liquidez e endividamento controlado, o que caracteriza um baixo risco de falência.

Além disso, quando comparados os indicadores econômico-financeiros das quatro companhias com os dados do setor educacional como um todo (que inclui os segmentos público e privado) e os resultados dos estudos conduzidos pelo Instituto Semesp (2020), pode-se inferir que as quatro companhias investigadas possuem potencial para ampliar o processo de aquisições de novas IES de pequeno e de médio porte. Com isso, há uma tendência de uma maior concentração e formação de oligopólio no setor da educação superior no Brasil, de modo que essas quatro companhias possam obter a condição de influenciar

fortemente o setor e, em especial, o segmento privado do ponto de vista econômico, financeiro, social e político.

Uma perspectiva interessante é que a preocupação central das companhias pode não estar relacionada com a formação educacional de cidadãos brasileiros, mas com o lucro para o acionista decorrente da atividade econômica. Nesse sentido, ao constituírem uma estrutura de mercado oligopolista, as companhias investigadas podem ter capacidade de influenciar a formação de preços de mensalidades, induzir a precarização do trabalho docente e técnico-administrativo, comprometer a qualidade dos serviços educacionais prestados, bem como direcionar a formulação e implementação de políticas públicas para a educação superior, entre outros aspectos.

O estudo apresenta limitações, dentre as quais, duas podem ser consideradas como principais. A primeira está relacionada ao fato de a investigação capturar empiricamente apenas os impactos preliminares que a pandemia de COVID-19 vem provocando, do ponto de vista econômico-financeiro, no setor da educação superior presente no mercado de capitais brasileiro, uma vez que a pandemia ainda está em curso. A segunda diz respeito ao quantitativo de companhias investigadas neste estudo, que se limita àquelas quatro listadas na B3.

Como possibilidade de estudos posteriores, seria interessante estender o período de investigação para os próximos semestres de duração da pandemia de COVID-19. Além disso, pode-se ampliar o quantitativo de instituições analisadas. Nesse caso, uma possibilidade é considerar a análise de dados de IES filantrópicas, que apesar de não serem listadas em bolsa, também publicam demonstrativos financeiros (Lima & Pereira, 2011). Ademais, outras vertentes de estudos podem analisar os impactos da pandemia de COVID-19 sobre o segmento público do setor educacional superior brasileiro, ou sobre as IES de pequeno e médio portes do segmento privado. Nesse último caso, cabe alertar que os dados necessários às análises são mais restritos. Em termos metodológicos, pode-se avançar para a estimação de modelos econométricos que incorporem uma variável *dummy* para captar os efeitos da crise de COVID-19 sobre os indicadores financeiros das IES.

REFERÊNCIAS

- Almeida, D. M., & Flach, L. (2020). Propriedade familiar e desempenho empresarial: evidências de empresas brasileiras que compõem o índice IBRX100 da B3. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 31(2), 24-45. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.4924>.
- Armitrano, C., Magalhães, L. C. G., & Silva, M. S. (2020). Medidas de enfrentamento dos efeitos econômicos da pandemia covid-19: panorama internacional e análise dos casos dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Espanha. In: *Texto para discussão*. Rio de Janeiro: IPEA.
- Ânima Educação. (2020). *Ânima Educação: Relação com Investidores*. Recuperado 12 de outubro de 2020 em: <https://ri.animaeducacao.com.br/>.

- Assaf Neto, A. (2014). *Finanças corporativas e valor* (7a ed.). São Paulo: Atlas.
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. Edição revista e actualizada. Lisboa: Edições 70.
- Borba, P. L. O., Bassi, B. G. C., Pereira, B. P., Vasters, G. P., Correia, R. L., & Barreiro, R. G. (2020). Desafios “práticos e reflexivos” para os cursos de graduação em terapia ocupacional em tempos de pandemia. *Cadernos Brasileiros de Terapia Ocupacional*, Epub October 02, 2020. <https://doi.org/10.4322/2526-8910.ctoEN2110>
- Brasil Bolsa Balcão – B3 (2021). Consultas: Classificação Setorial. Recuperado 09 de novembro de 2021 em: https://www.b3.com.br/pt_br/
- Cogna Educação. (2020). *Cogna Educação: Relação com Investidores*. Recuperado 12 de outubro de 2020 em: <http://ri.cogna.com.br>.
- Corrêa, E. C. B. (2017). Possíveis impactos das novas diretrizes do FIES e Ead nas estratégias dos oligopólios educacionais. *Revista de Defesa da Concorrência*, 5(1), 72-104.
- Cruz, A. G., & Paula, M. F. C. (2018). Capital e poder a serviço da globalização: os oligopólios da educação superior privada no Brasil. *Avaliação*, 23(3), 848-868. <https://doi.org/10.1590/S1414-40772018000300016>
- Cunha, L. A. (2000). Ensino superior e universidade no Brasil. In E. M. T. Lopes, L. M. Faria Filho, & C. G. Veiga (Orgs). *500 anos de educação no Brasil* (2. ed.; pp. 151-204). Belo Horizonte: Autêntica.
- Creswell, J. W. (2007). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativos, quantitativos e mistos*. 2a ed. Porto Alegre: Artmed.
- Donthu, N., & Gustafsson, A. (2020). Effects of covid-19 on business and research. *Journal of Business Research*, 117(1), 284-289. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.008>
- Dorantes, A., & Low, J. (2016). Financial crisis management in higher education: Responses by 20 private colleges and iniversities to the 2007-2009 financial crisis. *Journal of Education Finance*, 42(2), 188-219. <http://www.jstor.org/stable/44162581>
- Gorbalenya, A. E., Baker, S. C., Baric, R. S. et al. (2020). The species Severe acute respiratory syndrome-related coronavirus: classifying 2019-nCoV and naming it SARS-CoV-2. *Nature Microbiol* 5, 536–544. <https://doi.org/10.1038/s41564-020-0695-z>
- Geiger, R. (2010). Impact of the financial crisis on higher education in the United States. *International Higher Education*, 59(59), 9-11. <https://doi.org/10.6017/ihe.2010.59.8486>.

- Heyneman, S. P. (1990). Economic crisis and the quality of education. *International Journal of Educational Development*, 10(2-3), 115-129. [https://doi.org/10.1016/0738-0593\(90\)90028-M](https://doi.org/10.1016/0738-0593(90)90028-M)
- Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, Inep. (2017). Sinopse estatística de educação superior 2016. Brasília, INEP.
- Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, Inep. (2018). Sinopse estatística de educação superior 2017. Brasília, INEP.
- Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, Inep. (2019). Sinopse estatística de educação superior 2018. Brasília, INEP.
- Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, Inep. (2020). Sinopse estatística de educação superior 2019. Brasília, INEP.
- Instituto Semesp. (2020). Empregabilidade e ensino superior em tempos de pandemia. Recuperado 9 de setembro de 2020 em: <https://www.semesp.org.br/wp-content/uploads/2020/04/estudo-empregabilidade-pandemia.pdf>.
- Lima, E. M., & Pereira, C. A. (2011). Associação entre índices de disclosure e características corporativas das Instituições de Ensino Superior Filantrópicas do Brasil - IESFB. *Revista de Contabilidade & Organizações*, 5(11), 23-48. <https://doi.org/10.11606/rco.v5i11.34784>
- Lima, E., Lopes, R. M. A., Nassif, V. M. J., & Silva, D. (2015). Ser seu próprio patrão? Aperfeiçoando-se a educação superior em empreendedorismo. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(4), 419-439. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151296>
- Lunardi, M. A., Bilk, A. & Rodrigues Junior, M. M. (2020). Financial distress e o desempenho econômico, de mercado e financeiro. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 31(1), 81-104. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i1.4853>
- Mogalakwe, M. (2006). The use of documentary research methods in social research. *African Sociological Review*, 10(1), 221-230.
- Oliveira, Z. M., Freitas, L. M. A., Santos, N. C. N., Dias, J. A. A., Freitas, M. C. A., & Oliveira, T. M. (2020). Estratégias para retomada do ensino superior em saúde frente a COVID-19. *Revista Enfermagem Atual In Derme*, 93, p. e020008, 18 ago. 2020. <https://doi.org/10.31011/reaid-2020-v.93-n.0-art.803>
- Pak, A., Adegboye, O. A., Adekunle, A. I., Rahman, K.M., McBryde, E. S., & Eisen, D. P. (2020). Economic consequences of the covid-19 outbreak: the need for epidemic preparedness. *Frontiers in Public Health*, 8(1), 1-4. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2020.00241>
- Pamplona, E., Silva, T. P., Nakamura, W. T. & Rodrigues Junior, M. M. (2019). Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas

- familiares e não familiares brasileiras. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 30(1), 43-67. <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i1.4590>
- Pinheiro, M. C., & Serrano, A. L. M. (2019). Análise do impacto do programa Fies nos retornos de ações do setor de ensino superior. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(81), 368-380. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201808070>
- Qin, X., Huang, G., Shen H., & Fu, M. (2020). COVID-19 Pandemic and firm-level cash holding—moderating effect of goodwill and goodwill impairment. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2243-2258. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785864>
- Rababah A., Al-Haddad L., Sial M. S., Chunmei Z., Cherian J. (2020). Analyzing the effects of COVID-19 pandemic on the financial performance of Chinese listed companies. *Journal of Public Affairs*. <https://doi.org/10.1002/pa.2440>
- Rodrigues, S. S., & Galdi, F. C. (2017). Relações com investidores e assimetria informacional. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 297-312. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703630>
- Santos, A. V., Guimarães-Iosif, R. M., & Chaves, V. L. J. (2013) Formação dos oligopólios na educação superior privada brasileira: sobre implicação no trabalho docente. *Revista Educação em Questão*, 46(32), 75-97. <https://doi.org/10.21680/1981-1802.2013v46n32ID5123>
- Ser Educacional. (2020). Ser Educacional: Relações com Investidores. Recuperado 12 de outubro de 2020 em: http://ri.sereducacional.com/seducacional/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- Silva, S. E., Roma, C. M. S., & Iquiapaza, R. A. (2020). Turnover da carteira e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(83), 332-347. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201909420>
- Silva Junior, A., Martins-Silva, P. O., Vasconcelos, K. C. A., Silva, V. C., & Melo, M. R. (2017a). Happiness! I passed the entrance exam, but the college is private: paradoxes of Brazilian higher education. *Education Policy Analysis Archives - EPAA*, 25(97), 1-35. <https://doi.org/10.14507/epaa.25.2902>
- Silva Junior, A., Silva, V. C., Melo, M. R., & Martins-Silva, P. O. (2017b). Demonstração de valor adicionado na instituição de educação superior: evidências do mercado de capitais brasileiro. *Revista Gestão Universitária na América Latina-GUAL*, 10(4) 22-46. <http://dx.doi.org/10.5007/1983-4535.2017v10n4p22>

- Silva Junior, A., & Quilice, T. Q. (2020). Análise política da coevolução entre entidades que formam a arena política da educação superior brasileira: influências do processo político nas políticas públicas. *Anais do Encontro dos Estudos em Estratégia – 3Es*, São Paulo, Brasil, 9.
- Silva Junior, A., Silva, V. C., Dumer, M. C. R., & Martins-Silva, P. O. (2019). Modelos de governança corporativa e indicadores financeiros de Instituições de Educação Superior privadas: uma análise do mercado de capitais brasileiro. *Colóquio Internacional de Gestão Universitária*, Florianópolis, SC, Brasil, 19.
- Silva Junior, A., Silva, V. C., Dumer, M. C. R., & Martins-Silva, P. O. (2020). Governança corporativa em Instituições de Educação Superior privadas: evidências do mercado de capitais brasileiro. *Revista Gestão Universitária na América Latina*, 13(3), 164-185. <https://doi.org/10.5007/1983-4535.2020v13n3p164>
- Silva Junior, A., Silva, V. C., Melo, M. R., & Martins-Silva, P. O. (2017b). Demonstração de valor adicionado na Instituição de Educação Superior: evidências do mercado de capitais brasileiro. *Revista Gestão Universitária na América Latina*, 10(4) Edição Especial 2017, 22-46. <https://doi.org/10.5007/1983-4535.2017v10n4p22>
- Sistema e-MEC (2020). Cadastro Nacional de Cursos e Instituições de Educação Superior: Cadastro e-MEC. Recuperado 30 de dezembro de 2020 em: <https://emec.mec.gov.br/>
- Souza, J. D. M., Montezano, R. M. S., & Lameira, V. J. (2020). Os impactos dos investimentos em ativos reais no desempenho de empresas brasileiras. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 31(3), 6-25. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.4868>
- Werneck, G. L., & Carvalho, M. S. (2020). A pandemia de COVID-19 no Brasil: crônica de uma crise sanitária anunciada. *Cadernos de Saúde Pública*, 36(5), e00068820. <https://doi.org/10.1590/0102-311X00068820>
- Yduqs Participações. (2020). Yduqs Participações. Recuperado 12 de outubro de 2020 em: <https://www.yduqs.com.br/>.

CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

Contribuição	Annor da Silva Junior	Vitor Correa da Silva	Priscilla de Oliveira Martins-Silva
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	✓	✓	✓
2. Definição do problema de pesquisa	✓	✓	✓
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	✓	✓	✓
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	✓	✓	✓
5. Coleta de dados		✓	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	✓	✓	✓
7. Conclusões da pesquisa	✓	✓	✓
8. Revisão crítica do manuscrito	✓	✓	✓
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	✓		
10. Orientação	✓	✓	✓