

Desempenho Operacional das Empresas do Setor de Serviços Educacionais Listadas na B3, em Relação ao Incentivo Governamental FIES

Andréia Machado dos Santos¹

Cristiane Krüger¹

Tarciana Faccin Garlet¹

¹Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Santa Maria/RS – Brasil

Resumo

Esta pesquisa objetiva analisar a relação do incentivo governamental FIES no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais, listadas na B3. Metodologicamente a pesquisa é classificada como quantitativa e descritiva. Foram utilizados métodos de cálculo de indicadores contábeis e testes de hipóteses propostas através de regressão de dados em painel não balanceado, buscando descrever as relações entre as variáveis. Os resultados demonstraram que as empresas de serviços educacionais listadas na B3 se beneficiam com o FIES, pois tal incentivo governamental tem efeito direto e positivo no seu desempenho operacional. Para cada valor captado de financiamento FIES, essas empresas apresentam um resultado operacional positivo. Logo, o resultado encontrado pode contribuir para que demais empresas desse setor possam aderir ao programa FIES, visto o possível aumento de lucratividade, rentabilidade e, conseqüentemente, valorização de suas ações.

Palavras-chave: **Financiamento Estudantil. Educação Privada. Análise Econômica.**

Operational Performance of Companies in the Educational Services Sector Listed on B3, in Relation to the Government Incentive FIES

Abstract

This research aims to analyze the relationship between the government incentive FIES and the operational performance of educational services companies listed on B3. Methodologically, the research is classified as quantitative and descriptive. Methods of calculating accounting indicators and hypothesis tests were used through panel data regression, seeking to describe the relationships between the variables. The results demonstrated that educational services companies listed on B3 benefit from FIES, as this government incentive has a direct and positive effect on their operational performance. For each value captured from FIES financing, these companies show a positive operational result. Therefore, the findings can contribute to other companies in this sector adopting the FIES program, given the potential increase in profitability, return on investment, and consequently, the valuation of their shares.

Keywords: **Student Financing. Private Education. Economic Analysis.**

Desempenho Operativo de las Empresas del Sector de Servicios Educativos Cotizadas en B3, en Relación con el Incentivo Gubernamental FIES

Resumen

Esta investigación tiene como objetivo analizar la relación del incentivo gubernamental FIES con el desempeño operativo de las empresas del sector de servicios educativos listadas en B3. Metodológicamente, la investigación se clasifica como cuantitativa y descriptiva. Se utilizaron métodos de cálculo de indicadores contables y pruebas de hipótesis propuestas a través de regresión de datos en panel no equilibrado, buscando describir las relaciones entre las variables. Los resultados demostraron que las empresas de servicios educativos listadas en B3 se benefician con el FIES, ya que este incentivo gubernamental tiene un efecto directo y positivo en su desempeño operativo. Por cada valor captado de financiamiento FIES, estas empresas presentan un resultado operativo positivo. Por lo tanto, el resultado encontrado puede contribuir a que otras empresas de este sector puedan adherirse al programa FIES, dado el posible aumento de rentabilidad, rentabilidad y, en consecuencia, la valorización de sus acciones.

Palabras-clave: **Financiamiento Estudiantil. Educación Privada. Análisis Económico.**

Introdução

Nas décadas iniciais do século XXI, o Brasil viu crescer rapidamente a participação da iniciativa privada na educação (Peixoto, 2024). Esse crescente movimento já vinha ocorrendo desde o final do século passado no Ensino Superior¹ e, atualmente, a rede privada de serviços educacionais representa 78% das matrículas de Ensino Superior de todo o país (INEP, 2023). O processo de expansão da educação superior brasileira encontrou na rede privada o seu maior impulsionador (Miranda; Azevedo, 2020). E isso se deve principalmente à oferta de Ensino a Distância (EaD) (Toledo, 2020). De acordo com Toledo (2020), entre 2006 e 2018, apenas 34% dos alunos das Instituições de Ensino Superior (IES) privadas com fins lucrativos estavam matriculados em cursos presenciais, enquanto os demais 66% optaram pelo ensino a distância (EaD). Em contrapartida, nas IES privadas sem fins lucrativos, a maioria dos estudantes (76%) frequentava cursos presenciais, enquanto o EaD representava apenas 24% das matrículas no mesmo período.

Neves (2012) observou que o Brasil consolidou seu sistema de educação com duas esferas bem definidas: esfera pública, que envolve instituições públicas federais, estaduais e municipais e a esfera privada, formada por instituições particulares, confessionais, comunitárias e filantrópicas. Nesse aspecto, a participação da rede pública nas matrículas de educação superior em cursos de graduação no Brasil, em 2022, representou aproximadamente 22% das matrículas de Ensino Superior de todo o país, contando com mais de 2 milhões de alunos (INEP, 2023).

Para Tureta, Rosa e Oliveira (2007), o setor de serviços educacionais envolve atividades que processam informações e conhecimentos. A educação se destaca em relação à formação de caráter, ao conhecimento de valores éticos e ao desenvolvimento da visão crítica dos

¹ Educação Superior e Ensino Superior foram consideradas como sinônimos no texto.

indivíduos, o que assume um importante papel na construção da sociedade (Campos, 2017). Empresas desse ramo precisam atender legislações específicas, manter a qualidade dos serviços e disputar clientes e alunos, ao mesmo tempo que necessitam implementar sistemas de gestão adequados e gerar retorno financeiro para seus proprietários (Souza et al., 2016).

Conforme destacado por Wainer e Melguizo (2018), além de sua relevante função social, a educação também está associada a incentivos governamentais que beneficiam determinadas empresas do setor. Entre esses incentivos, destacam-se o Programa Universidade para Todos (PROUNI) e o Fundo de Financiamento Estudantil (FIES), que proporcionam condições especiais junto ao governo e às instituições financeiras. O PROUNI concede bolsas de estudo integrais e parciais para estudantes em instituições privadas de Ensino Superior, enquanto o FIES oferece financiamento estudantil, permitindo que os alunos paguem suas mensalidades por meio de um empréstimo, cuja quitação se inicia um ano após a conclusão do curso (Wainer; Melguizo, 2018).

Sabendo da importância da Educação Superior e do percentual representado por 78% das matrículas de Ensino Superior de todo o país ser de origem da rede privada, além dos incentivos governamentais que fazem com que estas companhias de serviços educacionais consigam condições especiais junto ao governo e às instituições financeiras, neste estudo questiona-se qual a relação do incentivo governamental FIES no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais? Isto posto, delimitou-se a pesquisa às empresas listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), tendo em vista a acessibilidade aos dados, bem como estipulou-se como recorte temporal o período de 2010 a 2022 (o ano inicial é justificado pela adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil e o final leva em consideração ao acesso aos dados utilizados na pesquisa (coleta realizada em 2023)).

Diante disso, objetiva-se analisar a relação do incentivo governamental FIES no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais listada na B3, entre o período de 2010 a 2022. Para esta pesquisa, supõem-se que o incentivo governamental do tipo FIES provoca um efeito que potencialmente impactaria positivamente no desempenho operacional. Desse modo, a primeira hipótese a ser testada na pesquisa estabelece que: H1. O incentivo governamental FIES tem efeito direto positivo no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais.

O setor de serviços educacionais no Brasil representa uma parte significativa da economia, especialmente com a participação crescente de empresas privadas (INEP, 2023). Desse modo, entender como os programas de financiamento estudantil como o FIES influenciam o desempenho financeiro dessas empresas é relevante para a elaboração de estratégias econômicas e políticas que possam sustentar e promover o crescimento desse setor, o que justifica a realização da pesquisa.

O estudo busca contribuir para a melhor compreensão da realidade das empresas de serviços educacionais. A verificação do resultado operacional dessas empresas, em relação ao FIES, torna-se relevante para entender as oportunidades e perspectivas futuras do negócio e do potencial de gerar contribuições para diversos agentes do mercado de capitais, tais como analistas financeiros, gestores e investidores. Além disso, o presente artigo poderá servir de referência para que futuros estudos dessa natureza sejam desenvolvidos, inclusive abordando outros tipos de empresas que também possuam particularidades em razão dos incentivos

governamentais, o que permitiria o melhor detalhamento do comportamento do resultado operacional destas empresas.

A estrutura do artigo é composta por cinco seções: sendo esta a primeira seção, a qual abarcou a Introdução. A seguir consta o Referencial Teórico (segunda seção), que apresenta *insights* sobre os temas norteadores da pesquisa. Na terceira seção é apresentada a Metodologia utilizada e, na quarta seção, discorre-se a respeito da Análise e Discussão dos resultados, na qual discussões entre os achados e a literatura são auferidos. Por fim, encontra-se a Conclusão da pesquisa, que resgata o objetivo da pesquisa e apresenta contribuições, limitações e sugestões para estudos futuros.

Revisão da Literatura

O crescimento do mercado de serviços educacionais impulsionou diversas transformações no setor, especialmente na educação superior privada. Andrade (2023) investigou como as quatro maiores companhias do setor no Brasil – Cogna Educação, YDUQS, Grupo Ser Educacional e Ânima Educação – consolidaram-se como líderes do mercado, apresentando maior expansão em comparação a outras empresas do setor de serviços. O estudo concluiu que a decisão dessas organizações de se tornarem sociedades anônimas de capital aberto e ingressarem no mercado de capitais, negociando parte de seu patrimônio em bolsa de valores, conferiu-lhes vantagens competitivas em um cenário marcado pela financeirização do setor. Esse processo alterou a dinâmica das instituições privadas sem fins lucrativos, que enfrentam desafios adicionais para competir nesse ambiente altamente capitalizado (Andrade, 2023).

Silvestre (2014) destaca que um dos marcos fundamentais para a expansão do setor educacional foi a Constituição da República Federativa do Brasil (Brasil, 1988), que permitiu a livre oferta de ensino superior pela iniciativa privada. A Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional – LDB (Lei nº 9.394/1996) consolidou esse movimento ao estabelecer, em seu artigo 80, a regulamentação do Ensino a Distância (EaD) em todos os níveis e modalidades de ensino, incluindo a educação continuada. Isso possibilitou a expansão dos cursos de graduação a distância, contribuindo para o crescimento do setor (Brasil, 1996).

A partir dos anos 2000, com a ampliação da exploração do Ensino Superior, diversas instituições adotaram modelos empresariais, profissionalizando a gestão, captando recursos de fundos de investimento nacionais e estrangeiros e abrindo capital na bolsa de valores (Bênia, 2020). Esse cenário favoreceu um intenso processo de fusões e aquisições (Bênia, 2020). Tal movimento se insere na financeirização do Ensino Superior, um fenômeno caracterizado pela inserção do setor educacional na lógica do mercado financeiro, no qual a valorização acionária e as práticas especulativas passam a ter maior influência sobre a oferta educacional (Bressan, 2018).

Segundo Bressan (2018), a financeirização do setor educacional foi impulsionada por incentivos estatais, como o Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) e o Programa Universidade para Todos (PROUNI), que facilitaram o ingresso de alunos no Ensino Superior privado, muitas vezes via endividamento. Além disso, a abertura de capital das principais empresas do setor levou a uma reconfiguração estrutural, promovendo uma concentração de mercado por meio de fusões e aquisições agressivas. Como justificativa para essa expansão, Andrade (2023) aponta que empresários e investidores do setor educacional frequentemente

argumentam que sua atuação visa suprir lacunas deixadas pelo Estado, que não consegue garantir serviços educacionais de qualidade na educação básica nem atender plenamente à demanda no ensino superior. No entanto, essa lógica reforça a centralidade do capital financeiro no setor, tornando o acesso à educação superior cada vez mais dependente de mecanismos de endividamento e estratégias de valorização acionária (Bressan, 2018).

No intuito de mitigar desigualdades no acesso à Educação Superior, o governo federal criou programas como o PROUNI e o FIES (Andrade et al., 2013). O PROUNI concede bolsas de estudos integrais e parciais para alunos de instituições privadas de Ensino Superior, enquanto o FIES oferece financiamento estudantil, permitindo que os alunos paguem suas mensalidades via empréstimo, cuja quitação se inicia um ano após a conclusão do curso (Wainer; Melguizo, 2018). A partir de 2018, o FIES passou a oferecer juros zero para estudantes de menor renda, além de uma escala de financiamento proporcional à renda familiar do candidato, reduzindo significativamente os encargos pagos pelos beneficiários (Brasil, 2023).

Apesar dos benefícios, Brettas (2017) argumenta que o FIES exemplifica a financeirização das políticas sociais, priorizando os interesses do capitalismo globalizado. Segundo a autora, essa política pública financeirizada favorece principalmente as instituições privadas de Ensino Superior, ao transferir recursos públicos para essas entidades, enquanto os estudantes, mesmo concluindo sua graduação, enfrentam altos níveis de endividamento. Além disso, o programa, ao invés de universalizar o acesso à educação de qualidade, pode intensificar a inserção dos estudantes no mercado financeiro, gerando impactos significativos na renda e empregabilidade dos beneficiários. Assim, embora o FIES amplie o acesso ao Ensino Superior, suas consequências econômicas e sociais precisam ser analisadas com cautela (Brettas, 2017).

Neves (2020) observa que as matrículas no Ensino Superior cresceram 613,49% entre 1980 e 2018, com destaque para a expansão do ensino a distância (EaD), como já mencionado. Uma das razões para esse crescimento, além do EaD, foi o próprio FIES, que viabilizou o acesso ao Ensino Superior presencial em instituições particulares (Neves, 2020). Dessa forma, estudantes que antes não poderiam ingressar em universidades – seja por restrições de vagas e horários menos flexíveis nas instituições públicas ou pela impossibilidade de arcar com os custos das mensalidades no setor privado – passaram a ter maiores oportunidades (Moro; Gisi, 2023). Cabe destacar que o FIES não pode ser utilizado para cursos EaD (Brasil, 2010). Essa restrição decorre do fato de que o programa foi criado para ampliar o acesso ao Ensino Superior presencial, garantindo vagas em cursos que exigem infraestrutura física e presencialidade. Para cursos EaD, os estudantes devem recorrer a outras formas de financiamento, como bolsas institucionais, programas de incentivo das próprias universidades ou o PROUNI.

Contudo, a ampliação de vagas no Ensino Superior não é suficiente para garantir a permanência estudantil. Brettas (2017) e Azevedo e Dias (2022) apontam que a política educacional brasileira optou por expandir o Ensino Superior via setor privado, priorizando o financiamento estudantil em detrimento da expansão da rede pública. Esse modelo contribuiu para a financeirização da educação, transformando o direito à educação em um sistema de endividamento familiar (Brettas, 2017). Como resultado, estudantes de baixa renda assumem o ônus da formação acadêmica por meio do FIES e de outros mecanismos de crédito (Brettas,

2017). O financiamento público, nesse contexto, ao invés de estruturar políticas de gratuidade e permanência estudantil, tornou-se um canal de transferência de recursos para instituições privadas, reforçando a lógica da educação como mercadoria (Silva; Amaral, 2021). Assim, a expansão do Ensino Superior veio acompanhada de uma intensificação da dependência financeira dos estudantes, consolidando um modelo baseado na dívida e na inserção compulsória no mercado financeiro.

Os achados de Moro e Gisi (2023) corroboram essa visão ao demonstrar que políticas como o FIES, o PROUNI e a Reestruturação e Expansão das Universidades Federais (REUNI) foram fundamentais para o aumento do número de instituições e matrículas no Ensino Superior. Entretanto, ao analisar os impactos dessas políticas na estrutura social brasileira, percebe-se que seus efeitos ainda são limitados.

Complementando essa discussão, Souza e Chaves (2021) analisaram o financiamento estudantil como principal motor da rede Wyden Educacional entre 2009 e 2019, destacando que o FIES e o PROUNI impulsionaram a privatização do Ensino Superior no Brasil, especialmente no caso de grupos empresariais vinculados à financeirização do setor. Complementarmente, Miranda e Azevedo (2020) analisaram as políticas públicas de expansão da educação superior no Brasil, por intermédio especialmente dos Programas FIES e PROUNI (2003-2015) e chegaram ao resultado que ambos os programas federais contribuíram para o processo de democratização da Educação Superior, porém fizeram críticas ao modo como essa expansão ocorreu, ou seja, às custas do fundo público e em favor da expansão do setor privado-mercantil. Nesse sentido, as políticas públicas, os programas e os instrumentos de planejamento vêm possibilitando a expansão do acesso à Educação Superior tanto por meio das instituições públicas como das instituições privadas (Campos, 2017). Dessa forma, a literatura evidencia que a financeirização da Educação Superior impacta diretamente a dinâmica do setor, influenciando tanto a estrutura de mercado quanto o acesso e a permanência dos estudantes nas universidades privadas.

Nesse sentido, é importante destacar que, por conta da apropriação de parte do fundo público pelo governo federal, ocorreu uma política de fortalecimento do setor privado, especialmente com a política de financiamento estudantil do FIES (Brasil, 2001). Os resultados financeiros das empresas que atuam nesse cenário de serviços educacionais dependem da cobrança de mensalidades, anuidades e taxas de matrícula aos alunos. Diante do exposto, levanta-se a hipótese da pesquisa de que o incentivo governamental possa ter efeito positivo no desempenho operacional dessas empresas.

A partir da literatura científica já publicada sobre incentivos governamentais nos serviços educacionais, é possível perceber que alguns autores concluíram que tais subsídios são importantes para o desenvolvimento da Educação Superior privada no país e que contribuíram financeiramente para o crescimento institucional de empresas específicas desse mercado. Entretanto, não foram identificados trabalhos que utilizassem análise de demonstrações contábeis e indicadores baseados em dados contábeis aplicados no setor de serviços educacionais como um todo, o que reforça a realização desta pesquisa.

A partir disso, uma abordagem utilizada para a análise do desempenho econômico-financeiro das empresas é a utilização de indicadores baseados nos dados contábeis. Para Brigham e Ehrhardt (2016), os indicadores econômico-financeiros são desenvolvidos para extrair informações que podem não ser claras ao se examinar as demonstrações contábeis.

Segundo Cicarolli e Schmitz Júnior (2024), é fundamental que empresas, ao buscarem um diferencial no mercado, atentem-se para a necessidade de acompanhar os indicadores econômico-financeiros, buscando uma visão atual da situação da organização e contribuindo para um planejamento eficaz para o futuro.

Vários tipos de indicadores podem ser calculados, inclusive aqueles destinados à análise da lucratividade e da rentabilidade dessas organizações, tais como a margem bruta (MB) e a margem operacional (MO), sendo estes dois indicadores de lucratividade, enquanto o indicador de rentabilidade utilizado será o retorno operacional sobre o ativo (ROA). Para Kayo (2002), a lucratividade é uma medida econômica que representa a capacidade da organização em gerar lucros, enquanto a rentabilidade é uma medida econômico-financeira que relaciona os lucros da organização à sua estrutura patrimonial. Dessa forma, a análise desses indicadores é fundamental para compreender o potencial de geração de resultados de um negócio.

Ao considerar essa lacuna de pesquisa, o presente estudo tem como principal diferencial o fato de propor uma análise de indicadores econômicos calculados para todas as empresas listadas na bolsa de valores (B3) do setor de serviços educacionais, de forma a analisar e compreender a relação do incentivo governamental FIES no seu desempenho operacional.

Procedimentos Metodológicos

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a relação do incentivo governamental FIES no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais listada na B3, entre o período de 2010 a 2022. Nesse sentido, a pesquisa é classificada, quanto à forma de abordagem do problema, como quantitativa, e, quanto ao objetivo, é descritiva. Richardson (1999) destaca que a abordagem quantitativa se caracteriza pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações quanto no tratamento dessas informações por meio de técnicas estatísticas. Quanto aos objetivos, trata-se de uma pesquisa descritiva, pois descreve a evolução da situação econômico-financeira das empresas do setor de serviços educacionais. Conforme Raupp e Beuren (2008), o ato de descrever significa identificar, relatar, comparar, entre outros aspectos. Gil (1995) afirma que a descrição das características de determinada população ou fenômeno é o objetivo principal desse tipo de pesquisa descritiva.

Os procedimentos adotados na investigação empírica, com vistas a identificar a relação do incentivo governamental FIES no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais listadas na B3, envolveram a busca de dados secundários, coletados nas demonstrações financeiras padronizadas extraídas do *Website* da Bolsa de Valores das seis principais empresas do setor de serviços educacionais, sendo elas: Anima Holding S.A., Bahema Educação S.A., Cogna Educação S.A., Cruzeiro do Sul Educação S.A., Ser Educacional S.A. e Yduqs Participações S.A.

A amostra compreendeu cinco das seis empresas listadas na B3. A empresa Bahema Educação S.A., mesmo com seus dados coletados, não atendeu ao requisito de receber valores provenientes dos recursos do financiamento FIES, por se tratar de uma empresa voltada somente à Educação Básica. Para o período selecionado, de 2010 a 2022, a amostra foi composta por um máximo de 55 observações, a partir de cinco companhias em um painel

não balanceado. Tanto a escolha do período de análise, quanto da amostra, deu-se a partir da quantidade de empresas que possuíam as informações necessárias para o desenvolvimento da pesquisa. Logo, as observações refletem que para todas as empresas estudadas há pelo menos uma observação no período delimitado.

Ainda, foram utilizados métodos de cálculos de indicadores contábeis e testes de hipóteses propostas, através de regressão de dados em painel não balanceado, buscando descrever as relações entre as variáveis. Foi necessário utilizar planilhas eletrônicas para tabular os dados e na sequência os dados foram submetidos ao software Stata 17. Com relação às análises, os testes foram realizados por meio de regressão de dados em painel balanceado com efeitos fixos, e os erros padrão dos modelos de regressão dos mínimos quadrados ordinários (OLS) foram ajustados tanto para heterocedasticidade quanto para o agrupamento de observações, visto que se operacionalizou regressão robusta.

A escolha da regressão de dados em painel balanceado com efeitos fixos foi precedida por uma análise exploratória dos dados, garantindo que as condições necessárias para a aplicação desse modelo fossem atendidas. Foram realizados testes de estacionariedade, multicolinearidade e heterocedasticidade, assegurando a robustez dos resultados. A modelagem estatística seguiu os pressupostos teóricos, considerando a estrutura dos dados e a necessidade de ajustes para erros padrão robustos a fim de mitigar vieses decorrentes da variabilidade nas observações. Assim, a aplicação dos modelos de regressão dos mínimos quadrados ordinários (OLS) com erros padrão ajustados fortalece a confiabilidade das inferências realizadas no estudo.

A coleta de dados foi realizada no mês de novembro de 2023, e as informações do repasse FIES para as IES foram extraídas do *website* do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE, 2023). Já, as informações relativas às empresas de serviços operacionais foram extraídas dos relatórios disponibilizados no *website* da B3, tais como a Demonstração de Resultados e o Balanço Patrimonial.

Os dados extraídos da Demonstração de Resultado são: 1) Receita Líquida; 2) Lucro Bruto; 3) Lucro Operacional. Os dados extraídos do Balanço Patrimonial são: 1) Ativo Total e 2) Passivo Total. Esses dados foram estruturados com periodicidade anual relativa aos anos de 2010 a 2022 por empresa. O objetivo desses dados é a formação dos indicadores de endividamento, lucratividade e rentabilidade, quais sejam: Margem Bruta (MB), Margem Operacional (MO) e Retorno Operacional sobre o Ativo (ROA) (Assaf Neto, 2014; Assaf Neto, 2012). Para garantir maior robustez estatística, a análise foi conduzida por meio de um modelo de dados em painel, permitindo observar tanto a variação temporal (2010 a 2022) quanto as diferenças individuais entre as empresas, possibilitando uma melhor identificação dos efeitos específicos e das relações entre as variáveis ao longo do tempo.

As fórmulas para o cálculo e a interpretação básica desses indicadores, bem com as variáveis utilizadas na pesquisa, sua devida definição operacional, são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Indicadores e Variáveis

Variável		Definição Operacional/Fórmula	Autores base
Variável Dependente			
Desempenho Operacional	ROA	Mede a eficiência operacional do negócio em gerar lucros a partir de seus ativos, antes dos efeitos do financiamento. ROA = Lucro Operacional / Ativo Total.	Matarazzo (2010)
	Margem Bruta (MB)	Mede o quanto restou de lucro das receitas de vendas líquidas do exercício, após dedução dos custos dos produtos e/ou serviços, ou seja, mede a eficiência produtiva. MB = Lucro Bruto / Receita Líquida.	
	Margem Operacional (MO)	Mede o quanto sobrou das receitas de vendas líquidas, após dedução dos custos dos produtos e/ou serviços e das despesas operacionais, desconsiderando as despesas e receitas financeiras. MO = Lucro Operacional / Receita Líquida.	
Variáveis Independentes			
FIES	Repasso FIES para empresa (FIES)	Valor do repasse do FIES para empresa <i>i</i> no tempo <i>t</i> .	
Variáveis de Controle	Tamanho (Tam)	Logaritmo do Ativo total da empresa <i>i</i> no tempo <i>t</i> .	
	Covid (Covid)	<i>Dummy</i> para o período da covid19, sendo 1 para covid, 0 para período normal.	
	Endividamento (Endiv)	Passivo/Ativo da empresa <i>i</i> no tempo <i>t</i> .	

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

O Quadro 1 apresenta as variáveis utilizadas na pesquisa, incluindo as variáveis dependentes, independentes e de controle. As variáveis dependentes representam o desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais listadas na B3, sendo mensuradas por meio de três indicadores contábeis: Retorno sobre Ativo (ROA), Margem Bruta (MB) e Margem Operacional (MO). Como variável independente principal, o estudo considera o repasse do FIES, que reflete o montante recebido pelas empresas através do programa de financiamento estudantil.

As variáveis de controle foram incluídas para minimizar possíveis vieses e garantir maior robustez ao modelo econométrico. O tamanho da empresa (Tam), medido pelo logaritmo do ativo total, foi utilizado para capturar o efeito da escala operacional sobre o desempenho das empresas. O endividamento (Endiv), definido como a razão entre passivo total e ativo total, foi inserido para avaliar a influência da estrutura de capital sobre os resultados operacionais. A variável Covid, representada por uma *dummy* que assume o valor 1 para os anos da pandemia de COVID-19 e 0 para os demais períodos, foi incluída para capturar o impacto da crise sanitária global sobre o setor educacional. Durante a pandemia, diversas instituições enfrentaram desafios financeiros devido à evasão estudantil, dificuldades de adaptação ao ensino remoto e redução de novas matrículas. Dessa forma, essa variável é fundamental para diferenciar os períodos normais daqueles afetados por um choque externo significativo, permitindo uma análise mais precisa dos efeitos do FIES no desempenho operacional das empresas do setor.

Após a etapa de coleta de dados, estes foram revisados e organizados no *Microsoft Excel*, de acordo com a empresa e ano correspondente, e, após, submetidos ao *software* de cálculos de estatísticas Stata 17. Para testar as hipóteses propostas, operacionalizou-se o seguinte modelo de regressão: Desempenho Operacional $_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{FIES}_{i,t} + \beta_2 \text{Tam}_{i,t} + \beta_3 \text{Covid}_{i,t} + \beta_4 \text{Endiv}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ [1]

Ressalta-se que foram realizados três testes a partir do modelo [1], um para cada desempenho operacional definido no Quadro 1, o Retorno sobre Ativos (ROA), a Margem Bruta (MB) e a Margem Operacional (MO).

Definido o modelo de regressão, na sequência foram realizados testes de estatística descritiva, testes por meio de regressão de dados em painel balanceado com efeitos fixos e os erros-padrão dos modelos de regressão dos mínimos quadrados ordinários (OLS) foram ajustados tanto para heterocedasticidade quanto para o agrupamento de observações, visto que se operacionalizou uma regressão robusta. Não foram realizados testes de verificação para regressão com dados empilhados (pooled) ou com efeitos aleatórios, tendo em vista que os estimadores por efeitos fixos são sempre consistentes (Gujarati; Porter, 2011). Os testes de validações e seus resultados são apresentados na seção de análise dos dados e resultados da pesquisa.

Análise e Discussão dos Resultados

Conforme informação do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação, os pagamentos dos encargos educacionais às entidades mantenedoras de instituições de ensino superior, por conta dos contratos de financiamentos formalizados pelos estudantes junto aos agentes financeiros do FIES, são efetuados mediante o repasse mensal de Certificados Financeiros do Tesouro – Série E (CFT-E), que são títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional (FNDE, 2023).

Isso posto, no período de 2010 a 2022, foram desembolsados pelo FIES recursos da ordem de R\$ 117 bilhões (FNDE, 2023). No *site* do FNDE, foram extraídas as informações dos recursos repassados pelo FIES de 2010 a 2022, discriminados por instituição de ensino. De posse dessa informação detalhada, foi elaborada uma planilha com resultado dos valores correspondentes às Instituições de Ensino Superior parceiras, que em conjunto formam os grupos de empresas que investem em ações na B3 (Tabela 1).

Tabela 1 – Valores de Repasses do FIES para as empresas da B3

Cias	Empresa Anima Holding S.A.	Empresa Bahema Educação S.A.	Empresa Cogna Educação S.A.	Empresa Cruzeiro do Sul Educação S.A.	Empresa Ser Educacional S.A.	Empresa Yduqs Participações S.A.
Anos	FIES - R\$	FIES- R\$	FIES - R\$	FIES - R\$	FIES - R\$	FIES - R\$
2010	6.042.719,44	-	14.012.729,29	3.911.406,62	1.458.896,11	17.555.728,01
2011	30.135.166,87	-	88.403.320,31	23.554.797,90	17.460.317,53	102.106.333,48
2012	82.209.111,55	-	488.978.580,18	68.189.426,14	104.440.341,16	346.715.182,24
2013	155.350.096,71	-	1.105.085.841,95	132.871.236,66	254.514.696,20	722.227.391,99
2014	64.551.800,73	-	710.857.206,80	92.116.094,58	230.258.165,43	315.187.564,63
2015	108.014.996,66	-	740.775.774,91	114.068.258,22	141.938.761,02	306.043.549,54
2016	391.528.946,82	-	3.200.477.325,11	483.696.072,16	1.091.679.469,30	2.200.604.282,87
2017	560.061.961,81	-	3.370.698.428,73	502.117.874,55	1.172.955.243,83	2.587.314.611,19
2018	364.510.560,89	-	2.750.186.003,12	384.014.742,30	1.065.390.046,97	2.378.832.786,77
2019	119.346.104,62	-	910.555.798,29	131.474.637,30	306.109.812,70	847.730.351,50
2020	53.349.561,45	-	361.966.672,94	60.859.913,47	157.117.212,61	377.084.592,42
2021	37.861.972,94	-	143.067.118,82	27.686.941,52	107.078.046,66	222.180.224,71
2022	9.508.329,57	-	31.841.838,08	7.634.750,67	25.395.656,55	64.985.130,02

Nota: Os valores de repasse foram corrigidos pelo IPCA que é o índice oficial da inflação no Brasil.

Fonte: Autores (2024).

Observe que a empresa Bahema Educação S.A. não recebeu valores provenientes dos recursos do financiamento FIES, por se tratar de uma empresa que ingressou no setor educacional em 2017 e é voltada somente à Educação Básica, sendo que o FIES é um financiamento voltado à educação superior (Tabela 1).

A Lei nº 10.260/2001, que instituiu o FIES, constituiu-se numa importante política de financiamento do setor privado no Brasil (Brasil, 2001). Sua finalidade é conceder financiamento estudantil aos alunos regularmente matriculados em cursos de graduação presencial não gratuitos. Diante disso, outra fonte de informação refere-se aos valores das dotações orçamentárias do governo federal extraídas da Câmara dos Deputados, destinada ao FIES. Conforme a Câmara dos Deputados (2023), os valores das dotações orçamentárias do governo federal destinados ao FIES são destacados na Tabela 2.

Tabela 2 – Dotações do Governo Federal Destinadas ao FIES

Nome	Ano	Valor Dotação Orçamentária	Variação % ano anterior
FIES	2010	R\$ 2.546.169.071,56	100,00
	2011	R\$ 2.486.761.359,00	97,67
	2012	R\$ 5.498.238.431,76	221,10
	2013	R\$ 7.300.994.844,00	132,79
	2014	R\$ 12.252.917.111,00	167,83
	2015	R\$ 16.589.786.541,00	135,39
	2016	R\$ 18.705.006.359,00	112,75
	2017	R\$ 19.920.653.632,00	106,50
	2018	R\$ 17.749.174.864,00	89,10
	2019	R\$ 12.398.519.466,00	69,85
	2020	R\$ 8.860.513.936,00	71,46
	2021	R\$ 8.481.544.473,00	95,72
	2022	R\$ 5.529.297.168,00	65,19
Total		R\$ 138.319.577.256,32	

Nota: Os valores da dotação orçamentária foram corrigidos pelo IPCA que é o índice oficial da inflação no Brasil.
Fonte: Elaborada pelos autores (2024) conforme fonte de dados Câmara Deputados (2023).

Constata-se que, no período de 2010 a 2022 foram desembolsados pelo FIES recursos da ordem de R\$ 117 bilhões para todas as Instituições de Ensino Superior, enquanto os valores das dotações do orçamento da União somaram mais de R\$ 138 bilhões, isto se deve ao fato de a dotação orçamentária não ter sido executada na sua totalidade (Tabela 2). Ou seja, o que foi efetivamente repassado é aproximadamente 21bi menor do que o previsto.

A partir das demonstrações financeiras padronizadas obtidas na B3, das empresas pesquisadas, foi possível efetuar o cálculo dos seguintes indicadores econômicos que representam a lucratividade e a rentabilidade das empresas em estudo: margem bruta (MB), margem operacional (MO) e o retorno operacional sobre o ativo (ROA) (Tabela 3).

Tabela 3 – Valores do Desempenho Operacional das empresas de serviços educacionais da B3

Anos	Empresa Anima Holding S.A.			Empresa Cogna Educação S.A.			Empresa Cruzeiro do Sul Educação S.A.			Empresa Ser Educacional S.A.			Empresa Yduqs Participações S.A.		
	MB	MO	ROA	MB	MO	Roa	MB	MO	Roa	MB	MO	Roa	MB	MO	Roa
2010	28	-3,1	-2,8	28	-5,2	-2,8	0	0	0	0	0	0	32	5,8	7,4
2011	30	-2,6	-2,7	33	5,1	1,2	0	0	0	61	25	16	33	7	7,5
2012	41	11	13,3	46	17	6,4	0	0	0	64	27	20	37	11	12
2013	45	8,6	4,6	54	28	14	0	0	0	61	30	17	40	14	12
2014	47	18	12,8	56	28	6,7	0	0	0	62	33	18	43	18	12
2015	42	8,1	5,9	57	28	8,9	0	0	0	53	21	12	44	18	12
2016	36	5,8	4	59	34	10	0	0	0	55	26	15	43	14	11
2017	38	8,2	6,4	62	30	9,3	42	15	17	55	21	10	47	16	14
2018	36	3,5	2,6	63	21	3,9	42	18	13	54	19	9,7	55	21	19
2019	43	10	5	60	14	2,9	44	19	13	55	20	10	57	25	16
2020	52	8,3	2,5	63	61	11	47	9,8	4,8	54	25	10	55	9,2	3,8
2021	53	11	2,8	60	1,6	0,2	47	17	6,5	54	13	5,7	54	12	5,5
2022	58	11	3,5	63	5,9	1,1	47	15	6,6	49	-1	-0,7	57	14	6,8

Fonte: Elaborada pelos autores conforme fonte de dados da B3.

Esses indicadores econômicos (Tabela 3) representam o desempenho operacional das empresas da B3 e são as variáveis dependentes testadas no presente modelo econômico. A primeira parte da análise consistiu na análise descritiva das variáveis. Os resultados podem ser visualizados na Tabela 4.

Tabela 4 – Análise Descritiva (R\$)

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	5.707	5.260	9.313	-11.000	55.300
MO	9.234	10.010	14.172	-61.430	34.440
MB	38.772	43.350	21.072	0.000	63.930
FIES	509.169	155.350	791.800	1.460	3370.700
Tam	14.365	14.604	1.744	10.530	17.345
Endiv	2.218	2.022	0.916	0.000	5.266

Nota: ROA (Retorno sobre Ativos): Lucro Operacional/Ativo Total; MO (Margem Operacional): Lucro Operacional/Receita Líquida; MB (Margem Bruta): Lucro Bruto/Receita Líquida; FIES: Valor do repasse do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES); Tam (Tamanho da Empresa): Logaritmo do ativo total; Endiv (Endividamento): Razão entre o Passivo Total e o Ativo Total.

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Observando a Tabela 4, é possível perceber que o ROA apresentou média e mediana próximas, o que indica que pelo menos metade da amostra apresentou rentabilidade acima de 5,2 no período analisado. Com relação ao tamanho, a média é de 14,36 e o desvio padrão indica baixa variabilidade, ou seja, em geral as empresas possuem o mesmo porte (Ativo Total).

Quanto ao teste da primeira hipótese, H1, o resultado pode ser visualizado na Tabela 5.

Tabela 5 – Relação entre o FIES e o Desempenho Operacional n=55

Variáveis dependentes	ROA		MO		MB	
	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor
FIES	0.002553	0.005*	0.0036931	0.022**	0.0021731	0.009
Tam	-1811646	0.242	1.227.838	0.650	4.940.401	0.161
Endiv	0.2829	0.571	4.270.244	0.057***	-1.386.885	0.336
Covid	-3289415	0.197	-933.901	0.375	0.6353688	0.522
C	3399653	0.162	-1.426.329	0.717	-2.268.339	0.639
R²	0.4333		0.2797		0.4603	
Teste F/p-valor	676.33	0.000*	7863.56	0.000*	38412.72	0.000

Nota: ROA (Retorno sobre Ativos): Lucro Operacional/Ativo Total; MO (Margem Operacional): Lucro Operacional/Receita Líquida; MB (Margem Bruta): Lucro Bruto/Receita Líquida; FIES: Valor do repasse do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES); Tam (Tamanho da Empresa): Logaritmo do ativo total; Endiv (Endividamento): Razão entre o Passivo Total e o Ativo Total; Covid: Dummy; C (Constante do Modelo), R² (Coeficiente de Determinação).

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão econométrica que avalia a relação entre o incentivo governamental FIES e o desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais listadas na B3. O coeficiente da variável Covid é negativo para as três métricas de desempenho operacional (ROA, MO e MB), indicando que o período da pandemia teve um impacto adverso sobre a rentabilidade e lucratividade das empresas analisadas. No entanto, os *p*-valores mostram que esse efeito não foi estatisticamente significativo em nenhum dos modelos ($p > 0,10$), sugerindo que, apesar da crise gerada pela pandemia, o efeito isolado da COVID-19 sobre os indicadores financeiros das empresas do setor educacional não foi suficientemente forte para ser considerado significativo no modelo proposto. Isso pode estar relacionado ao fato de que algumas instituições conseguiram mitigar os impactos da crise através da adaptação ao ensino remoto e outras estratégias financeiras (Moro; Gisi, 2023).

O teste *F* indica que o conjunto de variáveis é estatisticamente significativo para explicar as variações do desempenho operacional, com nível de explicação (R²) de 43,33% para as variações do ROA, 27,97% para as variações da Margem Operacional (MO) e 46,06% para as variações da Margem Bruta (MB) (Tabela 5). Diante dos resultados é possível afirmar que a variável FIES teve impacto positivo no ROA, teve impacto positivo na MO e teve impacto positivo na MB, pois a variável apresentou relação estatisticamente significativa e positiva a nível de 1% e 5%, o que é consistente com a hipótese elaborada. Com base no modelo proposto, pode-se inferir que o incentivo governamental realizado no programa FIES teve efeito direto positivo no desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais. Para cada valor captado de financiamento do FIES, estas empresas de serviços educacionais apresentam um resultado operacional positivo.

Andrade et al. (2013) destacam que os programas de incentivo do governo federal, tal como o FIES, podem ser considerados importantes para a consolidação de empresas privadas no setor brasileiro de serviços educacionais. Essa afirmação é confirmada à medida que essas empresas captam esses incentivos governamentais e, de posse do repasse das matrículas financiadas, obtêm resultados positivos em suas operações, possibilitando o seu crescimento.

Desse modo, os resultados da pesquisa evidenciam que o incentivo governamental FIES tem um impacto positivo significativo no desempenho operacional das empresas de

serviços educacionais específicos na B3. Ao analisar os indicadores de margem bruta, margem operacional e retorno sobre ativos, constatou-se que as empresas beneficiadas pelo FIES apresentaram melhorias substanciais em sua lucratividade e rentabilidade conforme demonstraram os índices trabalhados em tela. Esses achados reforçam a importância dos incentivos governamentais na promoção da sustentabilidade financeira e no fortalecimento do setor educacional privado. Além disso, os resultados sugerem que a adesão ao programa FIES não apenas facilitou o acesso dos estudantes ao Ensino Superior privado, mas também contribuiu para a solidez financeira dessas instituições de ensino.

Os resultados reforçam a importância de políticas públicas eficazes no suporte ao crescimento e sustentabilidade da Educação Superior privada no Brasil, especialmente no contexto de financiamento estudantil, como demonstrado na relação positiva entre o FIES e o desempenho operacional das instituições analisadas. Isso porque diversos estudos defendem que o FIES amplia o acesso ao Ensino Superior das classes menos favorecidas (Alves; Carvalho, 2020; Custódio; Braga, 2023), agiliza o tempo de conclusão da graduação (Becker; Mendonça, 2021) e, por conseguinte, a formação superior, contribui para a geração de empregos e melhoria salarial dos trabalhadores (Rocha; Rhr; Monasterio, 2020).

No entanto, os resultados da pesquisa também evidenciam a crescente dependência das empresas educacionais em relação ao FIES, o que levanta questionamentos sobre a resiliência do setor em cenários de mudanças regulatórias e restrições orçamentárias. A literatura acadêmica já apontou que a massiva adesão ao FIES nos anos de sua expansão resultou em uma forte vinculação entre os fluxos de receita das instituições privadas e o financiamento público (Custódio; Braga, 2023). Em seu auge, o programa foi responsável pelo financiamento de uma parcela expressiva das matrículas privadas, permitindo que conglomerados educacionais expandissem suas operações e consolidassem suas posições no mercado (Miranda; Azevedo, 2020).

Entretanto, a reestruturação do FIES a partir de 2015 e a subsequente redução do número de contratos firmados evidenciaram a vulnerabilidade financeira de muitas dessas instituições, que passaram a enfrentar desafios como evasão estudantil, aumento da inadimplência e necessidade de readequação operacional (Souza; Chaves, 2021). A financeirização do Ensino Superior, conforme apontado por Brettas (2017), também contribuiu para esse quadro, uma vez que o FIES, ao invés de ser uma ferramenta puramente inclusiva, pode se tornar um mecanismo que reforça a lógica do endividamento dos estudantes e o repasse de recursos públicos para o setor privado. Dessa forma, a permanência das empresas no mercado tornou-se atrelada à continuidade e ampliação do programa, criando um cenário em que a sustentabilidade do setor depende mais da manutenção do financiamento estatal do que de uma diversificação das estratégias financeiras dessas instituições (Silva; Amaral, 2021).

A redução do volume de financiamentos concedidos pelo FIES na última década impactou diretamente a captação de novos alunos e obrigou muitas empresas a reavaliar suas estruturas de custos e fontes de receita (Becker; Mendonça, 2021). Como alternativa, algumas instituições passaram a apostar na educação a distância, que possui custos operacionais mais baixos, além de criar novos modelos de financiamento privado para estudantes. No entanto, ainda persiste o desafio da adaptação do setor a um cenário de maior restrição orçamentária governamental e de um mercado cada vez mais competitivo (Rocha; Ehr; Monasterio, 2020).

Considerações Finais

A presente pesquisa analisou a relação entre o incentivo governamental FIES e o desempenho operacional das empresas do setor de serviços educacionais listadas na B3, no período de 2010 a 2022. O estudo contextualiza um cenário educacional brasileiro caracterizado pelo aumento expressivo da participação do setor privado na oferta de Ensino Superior, impulsionado por programas governamentais como o FIES e o PROUNI. O problema de pesquisa buscou verificar se o financiamento estudantil governamental impacta positivamente o desempenho operacional dessas empresas e, conseqüentemente, sua sustentabilidade financeira.

Os resultados indicaram que o FIES teve um impacto estatisticamente significativo e positivo nos principais indicadores de desempenho operacional das empresas analisadas (MB, MO e ROA). O modelo de regressão demonstrou que, para cada valor captado do FIES, houve um reflexo positivo na lucratividade e na rentabilidade das instituições de Ensino Superior privadas listadas na bolsa de valores. Essa evidência sugere que o programa foi um fator relevante na manutenção da saúde financeira dessas empresas, favorecendo sua expansão e estabilidade no mercado.

No entanto, embora o estudo tenha evidenciado os benefícios do FIES para o setor educacional privado, também identificou fragilidades associadas à dependência excessiva dessas empresas do financiamento público. A reestruturação do programa a partir de 2015, com a redução no volume de financiamentos concedidos, revelou vulnerabilidades do modelo de negócios dessas instituições, que enfrentaram desafios como aumento da inadimplência, evasão estudantil e necessidade de adaptação a novas condições de mercado. Além disso, como apontado por Brettas (2017), a financeirização da educação superior contribuiu para o endividamento dos estudantes, levantando questionamentos sobre a real efetividade do programa como ferramenta de inclusão social.

Dessa forma, a pesquisa contribui para o debate sobre o papel do FIES na democratização do acesso ao Ensino Superior, destacando que tanto o ensino público quanto o privado desempenham funções complementares na estrutura educacional brasileira. Ainda que as universidades públicas sejam a principal via para uma Educação Superior gratuita e de qualidade, há uma parcela significativa da população que não consegue ingressar nessas instituições devido à alta concorrência e restrições de vagas. Nesse sentido, as instituições privadas, subsidiadas por programas como o FIES e o PROUNI, desempenham um papel relevante na ampliação das oportunidades educacionais. No entanto, a dependência do setor privado em relação ao financiamento público ressalta a necessidade de políticas mais equilibradas, que garantam um investimento contínuo no Ensino Superior público, ao mesmo tempo que proporcionem suporte adequado às instituições privadas sem comprometer a sustentabilidade financeira dos estudantes.

A principal contribuição deste estudo reside na análise empírica da relação entre o FIES e o desempenho operacional das empresas educacionais listadas na B3, utilizando um modelo quantitativo robusto baseado em regressão de dados em painel. Os achados oferecem subsídios para formuladores de políticas públicas, gestores educacionais e investidores, permitindo uma compreensão mais aprofundada dos impactos do programa

governamental de financiamento estudantil em tela sobre a sustentabilidade e dependência do setor privado de Ensino Superior.

Entretanto, algumas limitações devem ser consideradas. Inicialmente, a amostra se restringiu a cinco empresas listadas na B3, o que pode não representar a totalidade do setor educacional privado no Brasil. Além disso, a pesquisa focou exclusivamente no impacto do FIES, sem considerar outros fatores externos que podem influenciar o desempenho operacional dessas instituições. Outro aspecto a ser destacado é que os resultados obtidos refletem apenas as observações verificadas na amostra analisada, não podendo ser generalizados para todo o setor sem novas investigações.

Para pesquisas futuras, sugere-se ampliar a análise para um conjunto mais diversificado de instituições, incluindo aquelas que não estão listadas na bolsa de valores. Além disso, investigações qualitativas poderiam aprofundar o entendimento dos efeitos do FIES na trajetória acadêmica dos estudantes e nas dinâmicas institucionais das empresas educacionais. Também seria relevante analisar outros programas de incentivo governamental, como o PROUNI, e sua interação com o FIES, avaliando possíveis sinergias ou limitações na ampliação do acesso ao Ensino Superior. Por fim, estudos de longo prazo poderiam explorar os impactos do financiamento estudantil na empregabilidade e nas condições socioeconômicas dos beneficiários.

Referências

ALVES, Danubia Fernandes; CARVALHO, Cristina Helena Almeida de. O impacto da expansão do FIES entre 2010 e 2017 no cumprimento estratégico 12.6 do PNE (2014-2024). **Revista de Financiamento da Educação (FINEDUCA)**, v. 10, n. 6, p. 1-20, 2020. Disponível em: https://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_bibliotec_a/bibli_servicos_produtos/bibli_informativo/bibli_inf_2006/Rev-Fineduca_v.10.06.pdf. Acesso em: 5 fev. 2025.

ANDRADE, Fábio Roberto Evangelista de et al. Inovações nas políticas de acesso e expansão do ensino superior no Brasil: o caso da empresa Kroton Educacional. **Acta Brazilian Science**, v. 1, n. 1, p. 1-9, 2013. Disponível em: https://cdn.administradores.com.br/app/uploads/2022/01/29180056/academico_5097_190226_151220.pdf. Acesso em: 04 fev. 2025.

ANDRADE, Sanete Irani de. As companhias do mercado da educação superior no Brasil e suas decisões estratégicas no período de 2007 a 2021. **Educação & Sociedade**, Campinas, v. 44, e273744, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/ES.273744>. Acesso em: 04 fev. 2025.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. São Paulo: Editora Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation**: Métricas de Valor e Avaliação de Empresas. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

AZEVEDO, Fábio; DIAS, Renata. O financiamento do ensino superior no Brasil e a financeirização da educação. **Revista Brasileira de Educação**, v. 27, p. 1-20, 2022.

BECKER, Kalinca Léia; MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. Políticas de financiamento estudantil: análise de impacto do FIES no tempo de conclusão do ensino superior. **Economia**

e **Sociedade**, Campinas, v. 30, n. 2, p. 551-581, maio-jul. 2021. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2021v30n2art11>. Acesso em: 05 fev. 2025.

BÊNIA, Gerson Carvalho. O surgimento de grandes grupos empresariais de educação superior e os efeitos sobre a qualidade do ensino. In: RESENDE, Guilherme Mendes; SACCARO JÚNIOR, Nilo Luiz; MENDONÇA, Mário Jorge (Org.). **Avaliação de Políticas Públicas no Brasil**: uma análise das políticas de defesa da concorrência. 5. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2020. DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-015-8cap3>.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. **Diário Oficial da União**, Brasília, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 23 nov. 2023.

BRASIL. Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996. Estabelece as diretrizes e bases da educação nacional. **Diário Oficial da União**, Brasília, 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172compilado.htm. Acesso em: 23 nov. 2023.

BRASIL. Lei nº 10.260, de 12 de junho de 2001. Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 13 jun. 2001. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10260.htm. Acesso em: 23 nov. 2023.

BRASIL. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 1, de 22 de janeiro de 2010. Dispõe sobre o Fundo de Financiamento Estudantil - FIES. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 25 jan. 2010. Disponível em: https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_1_22012010_compilada_02042013.pdf. Acesso em: 13 mar. 2025.

BRESSAN, Lucas. **Financeirização na Educação Superior Privada Brasileira**: Permanência por Endividamento, Expansão por Benefício Público. 2018. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

BRETTAS, Tatiana. Capitalismo dependente, neoliberalismo e financeirização das políticas sociais no Brasil. **Temporalis – Revista da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Ciências Sociais (ANPOCS)**, Brasília, v. 17, n. 34, p. 53-76, jul./dez. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.22422/2238-1856.2017v17n34p53-76>. Acesso em: 4 fev. 2025.

BRIGHAM, Eugene. F.; EHRHARDT, Michael. C. **Administração financeira**: teoria e prática. São Paulo: Cengage Learning, 2016.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Dotações do Governo Federal destinadas ao FIES**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/ig-orcamento/?wicket:interface=:0:1>. Acesso em: 23 nov. 2023.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 41-55, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0103-6513.0148T6>. Acesso em: 04 fev. 2025.

CAMPOS, Douglas Aparecido de. A avaliação da educação superior diante de uma colonialidade do saber e do poder: a participação política discente. **Revista da Avaliação da Educação Superior**, v. 22, n. 1, p. 179-199, 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/aval/a/tyQfr9bPvxprz4hxHcnQqrp/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 04 fev. 2025.

CICAROLLI, Janaína; SCHMITZ JÚNIOR, Cláudio Roberto. Análise dos indicadores econômico-financeiros das empresas de energia elétrica listadas na B3 no período de 2018 a 2022. **Revista Eletrônica de Ciências Contábeis**, v. 13, n. 1, 2024. Disponível em: <https://seer.faccat.br/index.php/contabeis/article/view/3328>. Acesso em: 28 jun. 2024.

CUSTÓDIO, André Viana; BRAGA, Juliana Toralles dos Santos. O impacto das alterações do FIES na permanência no ensino superior entre 2015 e 2019. **Educação e Pesquisa**, São Paulo, v. 49, e256547, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1678-4634202349256547>. Acesso em: 05 fev. 2025.

FNDE. Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação. **Repasse do FIES**. Brasília, 2023. Disponível em: https://www.gov.br/fnde/pt-br/aceso-a-informacao/acoes-e-programas/financiamento/fies/mantenedora_ies/repasse-de-cft-e. Acesso em: 23 nov. 2023.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. São Paulo: McGraw-Hill, 2011.

INEP. Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira. **Censo da Educação Superior**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/pesquisas-estatisticas-e-indicadores/censo-da-educacao-superior/resultados>. Acesso em: 23 nov. 2023.

KAYO, Eduardo Kazuo. **Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresa. 2002. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-05032003-194338/>. Acesso em: 28 jun. 2024.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanço**. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

MIRANDA, Paula Roberta Miranda; AZEVEDO, Mário Luiz Neves de. Fies e Prouni na expansão da educação superior brasileira: políticas de democratização do acesso e/ou de promoção do setor privado-mercantil? **Educ. Form.**, v. 5, n. 3, e1421, set./dez. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.25053/redufor.v5i15set/dez.1421>. Acesso em: 28 jun. 2024.

MORO, Guilherme Andre dal; GISI, Mariaz Loudes. FIES, PROUNI e REUNI: caminhos inacabados para a democratização do acesso à educação superior. **Revista da Avaliação da Educação Superior**, Campinas, v. 28, 1 jan. 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1414-40772023000100017>. Acesso em 04 fev. 2025.

NEVES, Clarissa Eckert Baeta. Ensino superior no Brasil: expansão, diversificação e inclusão. In: CONGRESSO DA LASA (ASSOCIAÇÃO DE ESTUDOS LATINO-AMERICANOS), 2012, São Francisco, Califórnia. **Anais [...]**. São Francisco: LASA, 2012. Disponível em: <https://biblioteca.flacso.org.br/files/2013/03/1114.pdf>. Acesso em 04 fev. 2025.

NEVES, Rodrigo Meleu das. **Fundo de financiamento estudantil (FIES) como política pública**: implementação e transformações para a educação brasileira (1999 - 2020). 2020. Tese (Doutorado em Educação) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2020. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/214240>. Acesso em: 04 fev. 2025.

PEIXOTO, Francisco de Oliveira. **A cor local**: mudanças e desigualdades no ensino superior brasileiro na segunda década do século XXI. 2024. 181 f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Instituto de Estudos Sociais e Políticos, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2024.

RAUPP, Fabiano Maury.; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. 3 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2008.

ROCHA, Wilsimara M.; EHRL, Philipp; MONASTERIO, Leonardo. Financiamento da educação superior no Brasil: o impacto do programa FIES nos salários dos trabalhadores formais. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 50, n. 2, p. 7-34, ago. 2020. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/13081/1/PPE_v50_n2_Artigo1_financiamento_da_educacao.pdf. Acesso em: 5 fev. 2025.

SILVA, Maria Aparecida; AMARAL, Thiago. O financiamento estudantil como estratégia de expansão da educação superior e seus impactos sociais. **Cadernos de Pesquisa em Políticas Educacionais**, v. 5, n. 2, p. 45-63, 2021. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/fineduca/article/view/111935>. Acesso em 04 fev. 2025.

SILVESTRE, Geraldo Carlos. **Análise de desempenho econômico-financeiro das companhias brasileiras de capital aberto de ensino superior**. 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://tede.pucsp.br/handle/handle/1584>. Acesso em: 04 fev. 2025.

SOUZA, Júlia Alves et al. Fatores que influenciam a divulgação de informações por segmentos operacionais no Brasil: análise englobando os cinco primeiros anos de aplicação do CPC 22. **Revista Capital Científico**, v. 14, n. 4, p. 109-125, 21 dez. 2016. Disponível em: <https://revistas.unicentro.br/index.php/capitalcientifico/article/view/4535/3199>. Acesso em: 04 fev. 2025.

SOUZA, Samantha Castro Vieira de; CHAVES, Vera Lucia Jacob. Financiamento Estudantil Público e a Expansão do Ensino Superior Privado no Brasil: o caso da Rede Wyden Educacional. **FINEDUCA - Revista de Financiamento da Educação**, v. 11, 14 out. 2021. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/fineduca/article/view/111935>. Acesso em: 20 jun. 2024.

TOLEDO, Jaques Antonio de. **A educação superior a distância**: Políticas e dinâmicas da formação de professores em EAD em Santa Catarina. 2020. Dissertação (Mestrado em Educação) – Universidade Federal da Fronteira Sul, Chapecó, 2020. Disponível em: <https://rd.uffs.edu.br/handle/prefix/3895>. Acesso em: 20 jun. 2024.

TURETA, César; ROSA, Alexandre Reis; OLIVEIRA, Virgílio César da Silva E. Avaliação crítica de serviços educacionais: o emprego do modelo SERVQUAL. **Revista de Gestão**, v.

14, n. 4, p. 33-45, 2007. Disponível em: <https://doaj.org/article/15aa6085295a42aa933953554242c5d2>. Acesso em: 04 fev. 2025.

WAINER, Jacques; MELGUIZO, Tatiana. Políticas de inclusão no ensino superior: avaliação do desempenho dos alunos baseado no ENADE de 2012 a 2014. **Educação e Pesquisa**, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 01-15, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1517-9702201612162807>. Acesso em 04 fev. 2025.

Andréia Machado dos Santos é Mestranda em Ciências Contábeis no Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Possui graduação em Ciências Contábeis pela UFSM e Especialização em Contabilidade Pública e Responsabilidade Fiscal pela Faculdade Internacional de Curitiba e Especialização em Contabilidade Pública e Responsabilidade Fiscal pelo Centro Universitário Internacional. Contadora na Prefeitura Municipal de Santa Maria. Membro do Grupo de Pesquisas em Controladoria, Contabilidade Comportamental e Sistemas de Controle Gerencial.

ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-2683-2104>

E-mail: deiasantos80@gmail.com

Cristiane Krüger é Professora Adjunta do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Atua no Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCC/UFSM), na Linha de Pesquisa em Controladoria. Doutora e Mestre em Administração pela UFSM, respectivamente em 2017 e 2019. Especialista em Gestão Pública e em Contabilidade, Perícia e Auditoria (2015). Bacharel em Ciências Contábeis pela URCAMP (2013) e Graduada no Programa Especial de Formação de Professores para Educação Profissional - PEG (2015). Áreas de interesses são Contabilidade Comportamental, Empreendedorismo Contábil, Tecnologia e Contabilidade Rural. Líder do Grupo de Pesquisa em Contabilidade, Tecnologia e Gestão (CTG).

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2271-6432>

E-mail: cristiane.kruger@ufsm.br

Tarciana Faccin Garlet é graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Foi bolsista de Iniciação Científica, desenvolvendo atividades nas áreas de Contabilidade Rural e Contabilidade Comportamental. Além disso, teve experiência em pesquisas nas áreas de Auditoria e Contabilidade Socioambiental. Atualmente, integra o grupo de pesquisa CTG Contabilidade, Tecnologia e Gestão.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7094-4213>

E-mail: tarcianafgarlet@gmail.com

Recebido em 03 de julho de 2024

Aprovado em 19 de março de 2025

Editora responsável: Theresa Adrião

