

FACULDADE NOVOS HORIZONTES

Programa de Pós-graduação em Administração
Mestrado

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE EM
INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR:**
um estudo multicasos em empresas negociadas na BM&F Bovespa

Antônio Martinho Pereira de Souza

Belo Horizonte
2014

Antônio Martinho Pereira de Souza

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE EM
INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR:**
um estudo multicasos em empresas negociadas na BM&F Bovespa

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha

Linha de pesquisa: Tecnologia de Gestão e Competitividade

Área de concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte
2014



Faculdade Novos Horizontes
Mestrado Acadêmico em Administração

**MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO
DA FACULDADE NOVOS HORIZONTES**

ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: Organização e Estratégia

MESTRANDO(A): **ANTONIO MARTINHO PEREIRA DE SOUZA**

Matrícula: 770561

LINHA DE PESQUISA: Tecnologia de Gestão e Competitividade

ORIENTADOR(A): Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha

TÍTULO: GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE EM INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR: um estudo multicase em empresas negociadas na BM&F BOVESPA.

DATA: 17/12/2014

BANCA EXAMINADORA:


Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha
ORIENTADOR
Faculdade Novos Horizontes


Prof.ª Dr.ª Calissa Veloso e Sousa
Faculdade Novos Horizontes


Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias
FUMEC

DECLARAÇÃO DA REVISÃO DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Declaro ter procedido à revisão da Dissertação de Mestrado, área de concentração: Organização e estratégia, de autoria de Antônio Martinho de Pereira de Souza, sob a orientação do Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha, apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, intitulada: **"GOVERNANÇA CORPORATIVA E PERFORMANCE EM INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR: um estudo multicase em empresas negociadas na BM&F Bovespa"**, contendo 129 páginas.

Dados da revisão:

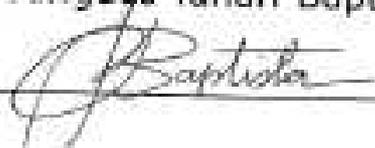
Aspectos linguísticos

Aspectos textuais

Belo Horizonte, 16 de dezembro de 2014.

Prof.(a): Patrícia Rodrigues Tanuri Baptista

Assinatura: _____



DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a minha esposa, Terezinha de Oliveira Corrêa Souza, e aos meus filhos, Pedro Henrique, Antonio Augusto e Luiz Guilherme.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, pela vida, saúde, sabedoria diante das dificuldades, pela força para enfrentar os desafios e pela perseverança na construção de uma educação melhor.

Agradeço a minha amada esposa, Terezinha de Oliveira Corrêa Souza, por sua compreensão e estímulo. Símbolo de grande educadora, mãe, esposa dedicada, companheira dos momentos alegres e difíceis.

Agradeço também aos meus filhos, Pedro Henrique, Antonio Augusto e Luiz Guilherme, pelo respeito e estímulo na busca do conhecimento.

Aos meus irmãos, pelo incentivo, especialmente, às minhas irmãs, Laudiene e Luciene, companheiras de docência.

A minha sogra, Tereza Goulart, e a cunhadas e cunhados, pelo apoio e por acreditarem na possibilidade da conquista.

Por fim, agradeço ao Professor Gustavo Cunha, meu orientador, responsável pela concretização deste trabalho e pela realização de um sonho.

Feliz aquele que transfere o que sabe e aprende o que ensina.

Cora Coralina

RESUMO

Esta dissertação teve como objetivo verificar se as características do modelo de Governança Corporativa adotado pela Instituição de Ensino Superior de capital aberto com ações negociadas na BM&F Bovespa influenciam a sua performance econômico-financeira. Em termos metodológicos, desenvolveu-se uma pesquisa descritiva, de abordagem qualitativa, recorrendo-se ao método do estudo multi-casos. Os dados foram coletados por meio de análise comparativa dos casos. A apresentação iniciará pela análise individual de cada caso, com a exposição dos atributos de estrutura de propriedade e controle, das práticas de GC, do desempenho financeiro, medido pela análise de balanços e informações publicadas pela BM&F Bovespa e CVM no período de 2007 a 2013. Foram realizadas pesquisas sobre publicações acadêmicas, livros, teses artigos e na *internet* com o objetivo de realizar uma análise do contexto macro. Serão pesquisados, também, os dados estatísticos publicados pelo MEC/INEP, BM&F Bovespa, CVM, estudo sobre a forma de constituição de conselhos das IES e análise das demonstrações contábeis, com o desígnio de contextualizar o tema e delinear a pesquisa. Sobre as práticas de governança corporativa nas Instituições de Ensino Superior listadas na BM&F Bovespa, das cinco IES pesquisadas, a GAEC Educação S/A e a SER Educacional disponibilizaram poucas informações na CVM em razão do curto tempo de abertura de capital e decorrente obrigação de disponibilização de informações. Todas as cinco companhias, estão inseridas no nível de Governança Corporativa denominada como Novo Mercado. A Anhanguera Educacional Participações S/A e a Estácio Participações S/A disponibilizaram informações referentes a vinte três itens na CVM, dos 24 itens recomendados pela GC, enquanto a Kroton Educacional S/A disponibilizou informações referentes a vinte e dois itens. A SER Educacional S/A disponibilizou informações relativas a vinte itens e a GAEC Educacional S/A apresentou informações referentes a dezessete itens. Foram analisados os relatórios da administração, os relatórios emitidos pelas empresas de Auditoria, as atas de reuniões e também todos os conteúdos e contextos apresentados pelas empresas estudadas que comprovam que Anhanguera, a Estácio Participações S/A, Kroton e GAEC Educação S/A, apresenta crescente evolução econômica e financeira favoráveis. No que tange a performance acadêmica das IES privadas, percebeu-se que todas as cinco instituições obtiveram nota três na análise de indicadores acadêmicos, demonstrando homogeneidade na qualidade de cursos ofertados e equilíbrio entre as IES. Elevação no número de cursos ofertados e aumento considerável no número de alunos em todas as cinco IES privadas. Não foi possível verificar de forma clara o número de docentes das instituições, uma vez que em seus demonstrativos esses dados não são divulgados. As instituições de ensino por meio da Governança Corporativa apresentaram e ofertaram cursos para a sociedade com respaldo legal e desenvolveram performance de crescimento econômico e financeiro. Diante dos achados é possível inferir a existência de relação entre a GC nas IES e seu desempenho, possibilitando verificar que as estruturas estáveis de GC contribuem diretamente para o bom desempenho financeiro das Instituições de Ensino Superior privadas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Instituições de Ensino Superior Privado. Performance econômico-financeira.

ABSTRACT

This work aimed to verify the characteristics of the corporate governance model adopted by the Higher Education Institution Public Company listed on the BM & F Bovespa influence their economic and financial performance. In terms of methodology, a descriptive study was conducted with a qualitative approach, by reference to the multi-case study method. Data were collected through a comparative analysis of the cases. The presentation will start the individual analysis of each case, with the exposure of the ownership structure of attributes and control of KM practices, financial performance, measured by balance sheet analysis and information published by the BM & F Bovespa and CVM from 2007 to 2013. surveys have been conducted on academic journals, books, articles, theses and on the internet in order to conduct an analysis of the macro context. Are searched, too, the statistics published by the MEC / INEP, BM & F Bovespa, CVM, study on the way of realizing the IES advice and analysis of financial statements, the plan to contextualize the issue and outline the research. On corporate governance practices in higher education institutions listed on the BM & F Bovespa, the five HEIs surveyed, the GAEC Education S / A and SER Educational publish little information the CVM due to the short time of IPO and obligation of provision information. All five companies are inserted in the level of corporate governance referred to as New Market. Anhanguera Educacional Participacoes S/A and the Estacio Participacoes S/A provided information regarding twenty three items in the CVM, the 24 items recommended by the GC, while Kroton Educacional S/A provided information relating to twenty-two items. TO BE Educational S/A provided information relating to twenty items and the GAEC Educational S/A has submitted information relating to seventeen items. The management reports were analyzed, the reports issued by the Audit companies, meeting minutes and also all the content and context provided by the companies studied proving that Anhanguera, Estacio Participacoes S/A, Kroton and GAEC Education S/A, has growing economic and financial developments favorable. Regarding the academic performance of private institutions, it was noted that all five institutions had grade three in analysis of academic indicators, showing homogeneity in the quality of courses offered and balance between the IES. Increase in the number of courses offered and substantial increase in the number of students in all five private universities. Unable to check clearly the number of teachers of the institutions, since in their statements that data is not disclosed. Educational institutions through the Corporate Governance presented and they offered courses to society legally supported and developed economic and financial growth performance. Before the findings can infer the existence of a relationship between the GC in HEIs and their performance, enabling verify that the stable structures of GC directly contribute to the good financial performance of private higher education institutions

Key Words: Corporate Governance. Of Private Higher Education Institutions. Economic and financial performance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1	-	Oito Ps da governança corporativa.....	25
FIGURA 2	-	Origens da governança corporativa.....	29
QUADRO 1	-	Principais modelos de governança	30
QUADRO 2	-	Modelos de governança corporativa Anglo-saxão e Latino- americano: síntese comparativa.....	31
QUADRO 3	-	As boas práticas de governança corporativa.....	59
QUADRO 4	-	Oferta pública inicial de ações das IES pesquisadas (IPO)...	110
QUADRO 5	-	Governança Corporativa - <i>Ranking</i> 7 dimensões e pontuações em 100 empresas avaliadas.....	120

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1	-	Conceito do Índice Geral de Cursos (ICG) da Anhanguera Educacional no período compreendido entre os anos 2009 a 2012.....	70
GRÁFICO 2	-	Evolução do número de alunos entre os anos 2007 e 2013....	71
GRÁFICO 3	-	Conceito do Índice Geral de Cursos (ICG) da Estácio Participações S/A no período compreendido entre os anos 2009 a 2012.....	77
GRÁFICO 4	-	Relatório de informações gerenciais Anhanguera Educacional Participações S/A - Índice de rentabilidade 2009/2013.....	98
GRÁFICO 5	-	Índices econômicos financeiros Anhanguera Educacional S/A.....	99
GRÁFICO 6	-	Relatório de informações gerenciais Anhanguera Educacional Participações S/A - Índice de rentabilidade 2009/2013.....	100
GRÁFICO 7	-	Índices econômicos financeiros Estácio Participações S/A.....	101
GRÁFICO 8	-	Índice de liquidez da GAEC Educacional S/A.....	102
GRÁFICO 9	-	Índice de endividamento 2012/2013 da GAEC Educação S/A.....	102
GRÁFICO 10	-	Relatório de informações gerenciais GAEC Educação S/A - Índice de rentabilidade 2012/2013.....	103
GRÁFICO 11	-	Índice de margem bruta da GAEC S/A.....	103
GRÁFICO 12	-	Índices de lucratividade da GAEC S/A.....	104
GRÁFICO 13	-	Relatório de informações gerenciais Kroton Educacional Participações S/A - Índice de rentabilidade 2009/2013.....	104
GRÁFICO 14	-	Índices econômicos financeiros Estácio Participações S/A	105
GRÁFICO 15	-	Evolução dos preços das ações da Anhanguera Educacional S/A negociadas na BM&F Bovespa entre os anos 2010 a 2014.....	106
GRÁFICO 16	-	Evolução dos preços das ações Estácio Participações S/A	

	negociadas na BM&F Bovespa entre os anos 2007 a 2013....	108
GRÁFICO 17	Dívida Bruta Total.....	112
GRÁFICO 18	Dívida Líquida Total	113
GRÁFICO 19	Dívida Bruta/Ativo Total.....	113
GRÁFICO 20	Dívida Bruta/Patrimônio Líquido.....	114
GRÁFICO 21	Dívida Líquida/Patrimônio Líquido.....	114
GRÁFICO 22	Ebit/Dívida Bruta.....	115
GRÁFICO 23	Ebit/Dívida Líquida.....	115
GRÁFICO 24	Ebit/Despesas Financeiras Bruta.....	116
GRÁFICO 25	Ebit/Despesas Financeiras Líquidas.....	116
GRÁFICO 26	Dívida Bruta/Ebitda.....	117
GRÁFICO 27	Dívida Líquida/Ebitda.....	117
GRÁFICO 28	Dívida Capital Próprio/Dívida Total.....	118
GRÁFICO 29	Custo do capital de terceiros.....	118
GRÁFICO 30	Exigível Total/Ativo Total.....	119

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- AELIS - Associação Educacional do Litoral Santista
- BM&F BOVESPA - A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários
- DFC - Demonstração de Fluxo de Caixa
- DOAR - Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos
- DVA - Demonstração de Valor Adicionado
- EAD - Ensino à Distância
- ESBJ - Ensino Superior Bureau Jurídico Ltda.
- FAMA - Faculdade de Administração de Mariana
- FAUPE - Faculdades Unidas de Pernambuco
- FIES - Fundo de Financiamento Estudantil
- GAEC EDUCAÇÃO - Grupo Anima Educação
- FUNDAC-BH - Fundação Cultural de Belo Horizonte
- GC - Governança Corporativa
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- IGC - Índice Geral de Cursos
- IES - Instituição de Ensino Superior
- IFC - *International Finance Corporate*
- INED - Instituto de Ensino a Distância
- INEP - Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira
- IFRS - Internacional Financial Reporting Standards
- LDB - Lei de Diretrizes e Bases da Educação
- MEC - Ministério da Educação e Cultura

OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OPA - Ofertas Públicas de Aquisição de Ações

PEA - Pessoas Economicamente Ativas

PIB - Produto Interno Bruto

PROUNI - Programa Universidade para Todos

UNIASSELVI - Associação Educacional Leonardo Da Vinci

UNI-BH - Centro Universitário de Belo Horizonte

UNIC - Universidade de Cuiabá

UNIME - União Metropolitana de Educação e Cultura

UNIMONTE - Centro Universitário Monte Serrat

UNINASSAU - Centro Universitário Maurício de Nassau

UNIRONDON - Centro Universitário Cândido Rondon

UNOPAR - Universidade Norte do Paraná

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	Problema	19
1.2	Objetivos	19
1.2.1	Objetivo geral.....	19
1.2.2	Objetivos específicos.....	19
1.3	Justificativa e relevância da pesquisa.....	20
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1	Governança Corporativa	22
2.1.1	Conceito de Governança Corporativa	22
2.1.2	Origem e evolução da Governança Corporativa.....	27
2.1.3	Evolução normativa da Governança Corporativa no Brasil	32
2.2	Instituições de Ensino Superior, estratégia e competitividade	35
2.3	Governança Corporativa em Instituições de Ensino Superior	44
2.3.1	Performance econômico-financeira.....	45
3	MÉTODOS	47
3.1	Quanto aos objetivos	47
3.2	Quanto a abordagem do problema	47
3.3	Quanto aos procedimentos	48
3.4	Amostra e análise.....	48
3.5	Coleta de dados e período de análise.	48
3.6	Técnica de análise de dados	50
3.7	Apresentação e caracterização das IES pesquisadas	50
3.7.1	Anhanguera Educacional Participações S.A.	50
3.7.2	Estácio Participações S/A	51
3.7.3	GAEC Educação S/A	53
3.7.4	Grupo Kroton	54
3.7.5	SER Educacional.....	55
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	58
4.1	Análise da Governança Corporativa nas Instituições de Ensino Superior.....	58
4.2	Dados disponibilizados pelas IES privadas na CVM e BM&F Bovespa sobre Governança Corporativa	61
4.2.1	Análise da Governança Corporativa da Anhanguera Educacional S/A.	62
4.2.1.1	Caracterização	62
4.2.1.2	Estrutura de Propriedade e Controle.....	63
4.2.1.3	Práticas de Governança.....	63
4.2.1.4	Análise de indicadores acadêmicos	69
4.2.2	Análise da Governança Corporativa na Estácio Participações S/A...72	
4.2.2.1	Caracterização	72
4.2.2.2	Estrutura de Propriedade e Controle.....	72
4.2.2.3	Práticas de Governança.....	72
4.2.2.4	Análise de indicadores acadêmicos	77
4.2.3	Análise dos dados da GAEC Educação S/A.....	79

4.2.3.1	Caracterização	79
4.2.3.2	Estrutura de Propriedade e Controle	80
4.2.3.3	Práticas de Governança Corporativa.....	80
4.2.3.4	Análise dos indicadores acadêmicos.....	83
4.2.3.4.2	Alunos	84
4.2.4	Análise dos dados da Kroton Educacional	85
4.2.4.1	Caracterização	85
4.2.4.2	Estrutura de Propriedade e Controle	85
4.2.4.3	Práticas de Governança.....	86
4.2.4.4	Análise indicadores acadêmicos	91
4.2.5	Análise dos dados da SER Educacional S/A	92
4.2.5.1	Caracterização	92
4.2.5.2	Estrutura de Propriedade e Controle	92
4.2.5.3	Práticas de Governança.....	93
4.2.	5.4 Análise de indicadores acadêmicos	95
4.3	Análise do Desempenho Econômico-Financeiro das IES	96
4.4 A	nálise de mercado	106
4.4.1	Análise de mercado da Anhanguera Educacional S/A.....	106
4.4.2	Análise de mercado da Estácio de Sá Participações S/A.	107
4.4.3	Análise de mercado da GAEC Educacional S/A	108
4.4.4	Análise de mercado da Kroton Educacional S/A.....	108
4. 5	Análise de mercado geral das IES que promoveram sua abertura de capital na BM&F Bovespa (IPO)	110
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	121
	REFERÊNCIAS	124

1 INTRODUÇÃO

O setor educacional apresenta relevância, uma vez que a educação é um dos pilares do desenvolvimento do país. Cabe aos Estados e a Federação, desenvolver, implementar e avaliar políticas públicas voltadas para o Ensino Superior.

Nesse contexto, o Governo Federal, desenvolveu formas de financiamento privado direcionado ao Ensino Superior particular, dentre os quais o Fundo de Financiamento Estudantil (Fies) e o Programa Universidade para Todos (ProUni) com o objetivo de aumentar o acesso de estudantes de baixa renda à educação superior privada. Com isso, vê-se o aumento no número das Instituições de Ensino Superior (IES) privadas no Brasil e a elevação da representação econômica, traduzida no Produto Interno Bruto (PIB).

Ainda no âmbito da Educação no Ensino Superior, foram empregados pelo Governo Federal esforços como a criação de programas de fomento, como o Ciências sem Fronteiras, destinado à pós-graduação, mas sempre relacionados ao contexto do Ensino Superior.

A criação desses programas contribuiu para movimentar a economia, pois sua influência incide diretamente no número de empregos e na injeção de capital no mercado (SÃO PAULO, 2007).

Os fatores que impulsionaram o aumento da procura pelo Ensino Superior devem-se, principalmente, à flexibilização das regras para abertura de cursos e IES privadas a partir do ano de 1997, devido à existência de uma demanda reprimida de jovens que não eram aprovados nos processos seletivos das IES públicas, assim como à universalização do ensino fundamental e ao ingresso de boa parte das pessoas economicamente ativas (PEA) concluintes do ensino médio há mais de cinco anos (SÃO PAULO, 2007).

Com isso, as IES privadas vivenciaram uma fase de expansão, denominada, por Polizel e Steinberg (2013), como fase de ouro da educação superior privada, que

figurou entre os anos de 1996 e 2006, com estimativa de movimentação financeira por ano de aproximadamente R\$116 bilhões de Reais, representando 7% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. De acordo com os autores, tal fase teve início com a criação da Lei de Diretrizes e Bases da educação (LDB) nº 9394/1996, e foi marcada pela elevação no número de IES privadas em razão do aumento considerável do número de ingressantes.

Dada a sua importância a educação privada é um dos setores mais regulados pelo Governo Federal (SILVA JÚNIOR, 2006). Em razão do imperativo legal que as rege, as IES são administradas por dois subsistemas que funcionam em caráter autônomo e independente (CARVALHO, 2010). Entretanto, esses subsistemas são dissociados e complementares, uma vez que a sua estrutura de propriedade e direção é representada pela entidade mantenedora e pela entidade mantida, a fim de garantir os interesses dos constituintes.

Após a fase inicial de crescimento, que figurou entre os anos 1996 e 2006, verificou-se, a partir de 2007, uma ampliação na competitividade, principalmente no aumento da procura por alunos, trazendo preocupação aos pequenos mantenedores de IES privadas (POLIZEL; STEINBERG, 2013).

Neste sentido, acompanhando as mudanças ocorridas na economia, o setor educacional iniciou um processo de consolidação, baseado em movimentos de ampliação, aquisição e fusão de IES, gerando, assim, instituições que concentram boa parte dos alunos no país (POLIZEL; STEINBERG, 2013).

Esse processo iniciou-se em 2007, com a transferência de manutenção pelo poder público, de acordo com o art. 212 da CF/88, que cedeu lugar a um processo de profissionalização direcionado para os moldes do mercado financeiro. Assim, no período compreendido entre os anos 2007 e 2011, as fusões e aquisições no setor educacional brasileiro, totalizaram 102 transações, somando aproximadamente R\$5 bilhões de Reais (CMC, 2012).

Nesse contexto, o processo de consolidação evidenciou pontos importantes na agenda dos gestores das IES privadas, destacadamente, a necessidade de

profissionalização da gestão; a igualdade de remuneração entre os distintos níveis econômicos do setor educacional privado; a sucessão empresarial; os critérios e os regulamentos que fundam o poder e a decisão governamental; a longevidade das empresas privadas e a inserção de valor ao negócio, que influenciam o pensamento e a agenda dos empresários e líderes do setor educacional de forma intensa (POLIZEL; STEINBERG, 2013).

Movimentos de ampliação, aquisição e fusão envolvem geralmente grandes transações financeiras, levando grupos nacionais e internacionais interessados no mercado de ensino superior a buscarem recursos por meio de abertura de capital no mercado de ações (POLIZEL; STEINBERG, 2013). Assim, a abertura de capital dessas empresas veio a acrescentar um novo grupo de *stakeholders*¹ aos vários outros grupos de interessados na gestão das Instituições de Ensino Superior, o grupo de investidores em renda variável.

Notavelmente, as experiências da governança corporativa no setor educacional são relativamente contemporâneas, difundindo-se pelas empresas do setor. Nesse sentido, após o movimento de consolidação observado, motivados pela competitividade, pela manutenção da sobrevivência e pelos ganhos de sinergia, tornam-se atraentes aos inúmeros outros grupos de interessados na gestão das IES. Salienta-se que os fatores internos e externos são capazes de melhorar a performance empresarial, sem deixar de atender, contudo, os interesses dos vários *stakeholders* participantes, o que exige a boa prática da governança corporativa.

Práticas apropriadas de governança corporativa contribuem para a conciliação dos interesses dos gestores de IES, com a finalidade de conservar e otimizar o valor da organização, promovendo seu acesso a recursos, colaborando para sua longevidade e possui como princípios básicos a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa.

Entretanto, não obstante a importância da governança corporativa para as IES, observa-se a franca necessidade de estudos a respeito da melhor estrutura em tais

¹ Os *stakeholders* são todos os públicos envolvidos com a companhia (partes interessadas), como clientes, fornecedores, funcionários, fisco etc.

instituições, assim como da contribuição da governança corporativa para a performance econômico-financeira das mesmas.

1.1 Problema

Nesse sentido, o presente trabalho buscou responder ao seguinte problema de pesquisa: **como se dá a relação entre as práticas de governança corporativa e a performance de Instituições de Ensino Superior listadas na BM&FBOVESPA?**

1.2 Objetivos

Ao buscar responder a pergunta norteadora da pesquisa, foram traçados o objetivo geral e específicos deste trabalho.

1.2.1 Objetivo geral

Analisar como as práticas de governança corporativa adotadas por Instituições de Ensino Superior com ações negociadas na BM&F Bovespa influenciam suas performances econômico-financeira, acadêmica e o mercado de ações.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Descrever as práticas de governança corporativa nas Instituições de Ensino Superior listadas na BM&F Bovespa²;
- b) Analisar a performance econômico-financeira das instituições selecionadas;
- c) Investigar a performance acadêmica das instituições investigadas.

² A Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) era a bolsa oficial do Brasil, quando ocorreu a fusão com a Bolsa Mercantil e Futuros (BM&F), que culminou na criação de uma nova instituição, denominada BM&F Bovespa. Trata-se de uma associação civil sem fins lucrativos e pertencente às Corretoras de Valores, em que são negociadas as ações das companhias abertas.

1.3 Justificativa e relevância da pesquisa

O anseio em pesquisar a governança corporativa nasceu da necessidade de compreender as transformações na conjuntura educacional em consequência da legislação, dos processos de fusões e incorporações, bem como do alto investimento que esse setor tem empregado. Nesse sentido, em razão do ambiente competitivo em que as Instituições de Ensino Superior se encontram, é necessário possuir estratégias eficazes de gestão, bom desempenho financeiro e acadêmico que se tornam temas imprescindíveis para o planejamento estratégico das Instituições de Ensino Superior.

Assim, este estudo focaliza aspectos relevantes da governança corporativa. Para a área acadêmica, esta pesquisa apresenta importância, uma vez que o estudo do tema poderá contribuir para publicações na área sobre a relação entre a governança corporativa nas instituições de ensino superior e seus resultados econômico-financeiros.

Para as organizações de ensino superior privadas, as contribuições podem ser úteis ao fornecer elementos para a política de gestão nas IES, permitindo maior transparência e eficácia nas suas ações. Além disso, facilita o alcance dos objetivos organizacionais, uma vez que existem inúmeros *stakeholders* (estudantes, professores, empresas, governo, etc.) em uma IES privada, nesse sentido, a governança corporativa pode contribuir para o alinhamento dos interesses dos envolvidos.

Outro aspecto relevante diz respeito ao crescimento do mercado educacional de ensino superior e ao acirramento da competitividade no setor. Nesse contexto, a identificação de um modelo de governança corporativa capaz de contribuir para uma melhor performance econômico-financeira pode ser utilizada como fator estratégico para qualquer empresa do setor.

Do ponto de vista social, este estudo torna-se relevante para a sociedade, uma vez que os esforços governamentais direcionados à formação de nível superior são utilizados como instrumento de desempenho econômico-social. Com isso, a

governança corporativa, focada nas relações sociais entre os distintos interessados, incluindo as instituições de ensino superior, estudantes e governo das esferas estaduais e federal, pode auxiliar no alcance das metas definidas pelas diretrizes educacionais almejadas pelo governo brasileiro.

O sistema de educação apresentado na exposição de motivos da Lei de Diretrizes e Bases (LDB) afirma que 'a independência de um país na contemporaneidade é afiançada por um sistema de educação robusto, capaz de exercer as funções de ensino, pesquisa e extensão'. Assim, busca-se trazer à discussão a aplicabilidade e as considerações das teorias sobre GC nas IES, avaliando as práticas atuais e o reflexo sobre o seu desempenho. O desempenho positivo das IES fomenta a economia do ambiente em que está inserida, por meio da oferta de empregos, permitindo a inserção e a circulação de valores econômicos no mercado.

O presente estudo está estruturado em cinco capítulos, incluindo esta Introdução, que contextualiza o tema, aborda os objetivos e apresenta a justificativa para o estudo. No segundo capítulo, discute-se o referencial teórico, com base nos tópicos governança corporativa, instituições de ensino superior privadas e governança corporativa em instituições de ensino superior privadas. O terceiro capítulo descreve o percurso metodológico da pesquisa. O quarto capítulo apresenta a análise dos dados. O quinto capítulo trata das considerações finais e é seguido das referências bibliográficas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, apresenta-se a revisão de literatura dos argumentos relativos ao tema Governança Corporativa em Instituições de Ensino Superior.

2.1 Governança Corporativa

Andrade e Rossetti (2013), ponderando sobre a diversidade dos conceitos sobre o tema, assinalam que não há um consenso sobre as concepções de governança corporativa, o que existe é um conjunto determinado de expressões-chave, conectadas aos princípios, aos modelos, às práticas, ao mecanismo de regulação e aos propósitos da governança corporativa, presentes na maior parte das considerações. Notavelmente, a grande maioria das concepções contempla expressões como direito dos acionistas (*shareholders*³), direitos de outras partes (*stakeholders*), conflitos de agência, sistema de relações, sistema de valores, sistema de governo, estrutura de poder, estrutura de regulação e padrões de comportamento. Apresentam-se, a seguir, algumas das concepções destacadas na literatura pertinente.

2.1.1 Conceito de Governança Corporativa

A governança corporativa aborda o conjunto de leis e princípios que buscam: a) certificar os direitos dos acionistas das companhias, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar determinações empresariais importantes, aferindo o nível de interferência em seus direitos; c) assegurar a observância de direitos aos distintos públicos; d) possibilitar intercâmbio entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção executiva das companhias (MONKS; MINOW, 2004).

O termo governança corporativa, de acordo com Lodi (2000, p. 136), foi criado com o objetivo de descrever o conjunto de ações da gestão estabelecidas entre os

³ *Shareholders*: Acionistas.

acionistas majoritários e minoritários, os conselhos de administração e fiscal, as auditorias externas e a diretoria executiva das empresas.

Nesse sentido, a governança corporativa surge do resultado da ação automática da ética com o objetivo de resguardar os interesses dos acionistas, sobretudo, os minoritários, contra excessos dos administradores, especialmente nas decisões estratégicas da diretoria da organização, e combina com a profissionalização do gerenciamento dos negócios.

Embora nas grandes corporações o proprietário confira poderes a um administrador para representar seus interesses, Oliveira (2006) esclarece que muitas vezes esse administrador decide de forma oposta ao bom senso e aos interesses dos proprietários e demais *stakeholders*. Nesse contexto, o objetivo da governança corporativa consiste em instituir um conjunto eficiente de mecanismos, compostos por incentivos, monitoramento, alinhando a conduta dos executivos aos interesses dos acionistas.

Trata-se de um conjunto de normas que garante, aos sócios proprietários, o gerenciamento estratégico e eficaz da empresa, permitindo o acompanhamento da diretoria executiva. O autor acredita que o relacionamento entre a propriedade e o gerenciamento ocorre por meio do conselho de administração, do conselho fiscal e das auditorias independentes que são ferramentas fundamentais para mensurar e controlar a organização e que efetivamente garantem, aos sócios, equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados e obediência às leis do país.

A governança corporativa é relacionada com a eficiência corporativa ao ser definida como rotinas administrativas que permitem melhorar a performance das empresas, com seus negócios, produtos e serviços, ao resguardar os interesses de todas as partes envolvidas de forma igualitária (acionistas, clientes, fornecedores, funcionários e governo), permitindo obter acesso às informações de base e aprimorando o modelo de gestão (OLIVEIRA, 2006).

Segundo Andrade e Rossetti (2013), as diferenças na cultura das instituições e nos marcos regulatórios entre os países, são aceitas e consideradas como possíveis de

administrar, sendo avaliadas como conjuntos diferentes de atributos, podendo ou não, em longo prazo, propiciar maior homogeneidade as demandas do processo de globalização. Contudo, existem princípios éticos que não são negociáveis, que se encontram presentes explícita ou implicitamente na elaboração dos desígnios, nas composições de exercício do poder, na edificação e na operação dos processos e práticas diários, observados nas corporações.

Dada a complexidade conceitual da governança corporativa, Andrade e Rossetti (2013) evidenciaram como princípios básicos clássicos norteadores da GC: a transparência (*disclosure*); a equidade (*fairness*); a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa (*compliance*), que sintetizam e traduzem os princípios inseridos nos códigos de boas práticas que a alta gestão das companhias deve acatar.

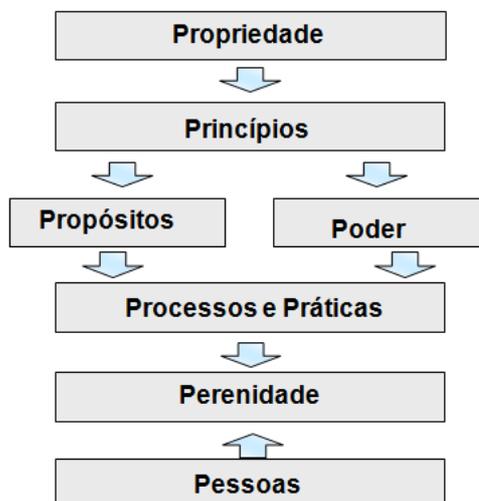
Os autores observam que a transparência é o imperativo de fornecer, além das informações organizacionais impostas pelos dispositivos legais, informações de cunho particular às partes interessadas. Havendo transparência, é possível estabelecer laços de confiança internos e externos entre as partes, devendo ir além do desempenho econômico-financeiro, abarcando fatores tangíveis e intangíveis que orientam o ato de gerenciar e gerando com isso, a concepção de valor. A equidade é abalizada pelo tratamento imparcial a todos os sócios e outras partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes discriminatórias, seja por qual for o motivo, são práticas proibidas.

Outro quesito importante é a realização da prestação de contas (*accountability*), uma vez que os agentes de governança⁴ ficam incumbidos de fazer a prestação de contas de sua performance e respondem integralmente por seus atos. Já com relação à responsabilidade corporativa, cabe aos agentes de governança a preocupação com a responsabilidade social da organização, agindo com ética social e ambiental tanto internamente quanto no relacionamento com o meio ambiente em que a empresa está inserida, no intuito de aumentar sua longevidade (POLIZEL, STEINGERG, 2013).

⁴ O conceito agentes de governança é utilizado para designar os sócios, administradores (conselheiros de administração e executivos/gestores), conselheiros fiscais e auditores.

A Figura 1. demonstra os oito P's da Governança Corporativa.

Figura 1 - oito Ps da governança corporativa



Fonte: ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 144.

A propriedade caracteriza-se como um dos atributos básicos que abalizam os motivos e as diretrizes da governança corporativa e constitui-se como a estrutura da propriedade nas companhias, sua legislação e sua composição. A premissa principal da governança busca minimizar os conflitos e os custos de abarcando gestores e acionistas, tendo como embasamento a base ética da governança (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). A propriedade é denominada de principal, e a gestão, denominada de controle. Compreendendo algumas estruturas internas, como:

no caso da propriedade, tudo que se relaciona aos sócios, à família, ao conselho de administração e fiscal, aos comitês de apoio e à auditoria independente. Já do outro lado, a gestão, ou o negócio propriamente dito, em que é encontrado todo o corpo diretivo de controle e execução da organização, bem como a auditoria interna (POLIZEL; STEINBERG, 2013, p.19).

Os autores Carvalho (2002), Vieira e Mendes (2006) e Polizel e Steinberg (2013) destacam que é na interseção dessas duas áreas que consiste a essência da governança corporativa.

Os propósitos destacados por Andrade e Rossetti (2009) foram vastamente estudados pelas conclusões e teorias normativas da literatura técnica e foram também apreciados pelos analistas do mercado de capitais e pelas perspectivas dos

investidores. Concluiu-se que a premissa essencial da governança corporativa visa colaborar para o maior retorno total em longo prazo dos *shareholders*.

Por meio do poder é que são articulados os negócios e são estabelecidas as relações entre os órgãos de GC definindo a composição da autoridade no interior das corporações. A composição do poder legítimo é determinada pelos proprietários e é responsável por fornecer maior transparência na definição das funções e responsabilidades dos conselhos corporativos e da direção executiva (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Os processos da governança corporativa iniciam pela composição dos conselhos de administração, fiscal, da direção executiva e do sistema de auditoria, ponderados como órgãos essenciais da governança.

As boas práticas de governança são estabelecidas no interior de cada um dos processos determinados e enfocando a gestão de conflitos de agência, tanto os oriundos de questões oportunistas de gestores, quanto os de grupos majoritários de controle. Os processos e as práticas são inseparáveis e são a base de sustentação para as orientações dos códigos de boa governança, instituídos para cada órgão, composições específicas de gestão das companhias e condução dos negócios (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

A perenidade, ainda que possa ser elemento de transformações, procedentes de novos arranjos da propriedade, sejam por processos sucessórios, por modificações no regime legal, fusões e aquisições negociadas ou operação de take over agressivo, possui, de acordo com Andrade e Rossetti (2009), como desígnio conservar-se viva, atuando e participando cada vez mais em seus setores de atividades.

Por fim, os autores descrevem que as pessoas são consideradas como o elemento-chave dos sistemas de governança corporativa, independente da dimensão da empresa, do seu regime estatutário e das estruturas societárias. Considera-se que é por meio das relações interpessoais honestas, pautadas em regras morais

harmoniosas, que se abrandam riscos de múltiplas origens, uma vez que se lida com pessoas, de diferentes crenças, valores e costumes.

Sendo assim, o próximo tópico tem por objetivo apresentar a origem e evolução da governança corporativa.

2.1.2 Origem e evolução da Governança Corporativa

Para Carvalho da Silva (2005), o termo governança corporativa é conhecido há mais de 50 anos, entretanto a popularização do termo somente ocorreu após a década de 1990. Sendo assim, os autores Andrade e Rossetti (2004) esclarecem que o uso do termo foi empregado pela primeira vez no ano de 1991, resultando em 1992 na criação do primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa e na edição do primeiro livro no ano de 1995, escrito por R. Monks e N. Minow, denominado de *Corporate governance*.

Um sistema de governança corporativa, para Polizel e Steinberg (2013), abarca a propriedade que é denominada de principal, e a gestão, descrita como o controle que abrange algumas composições internas. Na propriedade, dispõe-se tudo que se refere aos sócios, à família, ao conselho de administração e fiscal, aos comitês de apoio e à auditoria independente. Figura, no polo posterior, a gestão ou o negócio, em que está disposto todo o corpo diretivo, de controle e execução da organização e, por fim, a auditoria interna.

Destaca-se que o cerne da GC ocorre exatamente na interseção entre o principal e a gestão, podendo dar início ao que foi denominado como conflito de agência que se caracteriza como um "contrato em que uma ou mais pessoas, denominadas de principal, emprega outra pessoa, intitulada como agente para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor", abrangendo a incumbência de determinada poder de decisão para o agente (POLIZEL; STEINBERG, 2013).

Os conflitos de agência e os custos de agência, para Andrade e Rossetti (2009), são considerados como questões-chave, clássicas da governança corporativa e o início das demandas por melhores práticas de gestão. Ocorre quando há separação entre

a propriedade e a gestão, a partir da concessão da administração das corporações a executivos contratados. Os outorgantes são considerados como todos os acionistas e os outorgados são formados pelos gestores contratados para exercer a direção executiva das companhias. Vale destacar que,

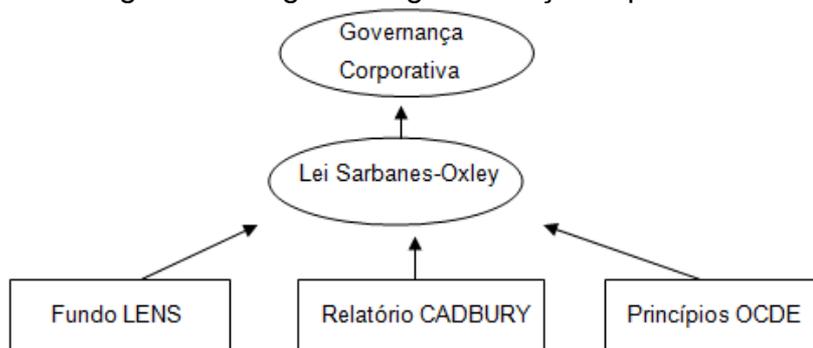
o interesse dos outorgantes é a maximização de sua riqueza e dos retornos de seus investimentos; o dos outorgados, podem ser outros e até conflitantes com os dos acionistas, como busca de status, altas remunerações, preferência por crescimento em detrimento, ainda que temporário das margens operacionais e dos resultados de balanço (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 242).

A governança corporativa é responsável por cuidar do alinhamento do interesse dos dois polos, buscando impedir os conflitos de agência. Quando isso não ocorre, "a GC se vê envolvida pela mobilização de forças de controle, internas e externas, voltadas para a harmonização de interesses" (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 242).

Complementando, Oliveira (2006) esclarece que as primeiras alterações a respeito da governança corporativa originaram no tripé criado pelo fundo LENS, pelo relatório *Cadbury* e pelos princípios norteadores da Oede e, também, pelo filtro básico do processo correspondente à Lei *Sarbanes-Oxley*, o que pode ser melhor visualizado na FIG. 2.

Considerando o contexto brasileiro, a governança apresentou, como marcos principais, a criação da Lei 6.404/76 sobre as sociedades por ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas. Houve também o lançamento no ano de 1999 do primeiro código de Governança Corporativa pelo IBGC. Outros marcos foram importantes, como instruções, resoluções e regulamentos da BM&F Bovespa nos anos de 1999 e 2002, conferindo poder à bolsa para o estabelecimento de normas de admissão dos valores mobiliários e condições de ingresso e negociação na Bolsa de Valores. Houve, também, a instituição de poder para elaboração dos níveis N1, N2 e o Novo Mercado, como também as normas de autorregulação sobre governança corporativa (POLIZEL, STEINBERG, 2013).

Figura 2 - Origens da governança corporativa



Fonte: Oliveira (2006, p.13)

Nesse contexto, destaca-se a cartilha criada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁵ no ano de 2002, versando sobre a governança corporativa com orientações sobre os quesitos que influenciam a relação entre administradores, conselheiros, acionistas controladores e minoritários e auditores independentes (POLIZEL, STEINBERG, 2013).

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), os determinantes da GC correspondem à estrutura de controle e de propriedade juntamente com a proteção legal, observando-se na prática modelos distintos de GC adaptados aos inúmeros ambientes culturais, legais e constitucionais em que suas práticas estão inseridas. Nesse contexto, a Ocd e apresenta quatro modelos baseados nos estudos de Hawley e Williams (1996) sendo: o público relevante (*stakeholder*), a procuradoria (*stewardship*), o financeiro e o político.

O primeiro modelo denominado de *stakeholders* relaciona-se com a organização no ambiente interno e externo, não possuindo relação de propriedade e/ou controle do mesmo. Assim, os *stakeholders* podem ser descritos como os fornecedores, os clientes, os funcionários, o fisco, entre outros. Meirelles, Pardini e Gonçalves (2003) ressaltam que as informações fornecidas no modelo teórico são tratadas como mais importantes que os próprios acionistas, afirmando que a empresa tem como pressupostos a criação de valores e benefícios aos sujeitos e grupos de ação direta dos ambientes organizacionais internos e externos. Cabe, aos *stakeholders*, o

⁵ Comissão de Valores Mobiliárias (CVM), instituição governamental com a responsabilidade de disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos inúmeros integrantes do mercado acionário

juízo e a percepção de valor da organização e, frequentemente, as deliberações que interferem e/ou influenciam na sua sobrevivência.

Já o modelo da procuradoria denominado de *stewardship* prediz que a direção representa os interesses organizacionais, uma vez que maximizam os benefícios corporativos e asseguram o lucro do investimento aos acionistas. Pfeffer (1972) esclarece que as relações entre proprietários, dirigentes e conselheiros possuem como objetivo a aquisição e administração dos benefícios imprescindíveis ao lucro dos acionistas.

Dentro da perspectiva financeira, Shleifer e Vishny (1997) evidenciam que o modelo financeiro preocupa-se em garantir o retorno financeiro apropriado aos investidores. Esse ponto de vista, empiricamente, aproxima-se mais do ponto de vista empresarial brasileiro de focar os resultados. Os autores destacam, ainda, que considerando que não exista disputa pelo controle acionário no interior das IES, conclui-se que o modelo político, que trata das formas de obtenção do controle acionário, não existirá nas práticas de GC das IES, o que não afasta a disputa pelo poder de decisão em seu interior. Nesse sentido, o Quadro 1 apresenta uma síntese dos principais modelos de governança.

Quadro 1 - Principais modelos de governança

Modelos	Características marcantes	Alguns teóricos
Público relevante <i>(Stakeholders)</i>	Participação dos interesses dos <i>stakeholders</i> , investimento de longo prazo.	Clarkson (1994), Porter (1980).
Procuradoria <i>(Stewardship)</i>	Delegação do controle pelos proprietários, forte atuação do corpo diretivo.	Davidson (1995), Donaldson e Davis (1994), Turnbull (1997).
Financeiro	Foco no retorno financeiro do investimento, proteção ao acionista, confiança nos contratos.	Coase (1937), Shleifer e Vishny (1997) e Williamson (1975, 1985)
Político <i>(Shareholder)</i>	Objetivo de reversão da propriedade, busca pelo poder de controle.	Pound (1992), Hawley e Williams (1996).

Fonte: TURNBULL (1997)⁶ adaptado por POMPEU (2007)

⁶ TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 5, n. 4, Oct. 1997.

A governança corporativa adotada no Brasil é baseada no modelo denominado latino-americano e, de acordo com Andrade e Rossetti (2009), é decorrente das condições históricas e institucionais do sistema empresarial e da governança corporativa na América Latina, com base nos mais recentes indicativos dos países da região nesta área.

Observam-se oito características fundamentais das economias corporativas na região latino-americana de acordo com Andrade e Rossetti (2009), sendo marcadas pela: i - privatização; ii - concentração patrimonial; iii - grandes grupos; iv - reestruturação dos sistemas financeiros; v - internacionalização; vi - limitação dos mercados de capitais; vii - fundos de pensão e de investimentos; e viii - tradições jurídicas.

O modelo de governança corporativa adotado pelos Estados Unidos é baseado no modelo anglo-saxão norteado ativamente para o mercado, para a fluência do capital, para a diluição da propriedade e para a probabilidade de internacionalização dos negócios (CARLSSON, 2001; ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Suas principais características são: i - o financiamento; ii - a propriedade e o controle; iii - a propriedade e a gestão; iv - os conflitos de agência; v- a proteção legal; vi - o conselho de administração; vii - a liquidez de participação acionária; viii - as forças atuantes; ix - a governança corporativa; e x - a abrangência do modelo.

A diferença entre o modelo adotado pelos Estados Unidos e o modelo adotado pelo Brasil pode ser visualizada pela síntese comparativa dos dois modelos de gestão adotados e é apresentada no Quadro 2.

Quadro 2 - Modelos de governança corporativa Anglo-saxão e Latino- americano:
síntese comparativa

(continua)

Características definidoras	Modelo Anglo-saxão	Modelo Latino-americano
Financiamento predominante	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>
Propriedade e controle	Dispersão	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas-direção	Majoritários-minoritários
Proteção legal a minoritários	Forte	Fraca
Conselhos de administração	Atuantes, foco em direitos	Vínculos com gestão

Quadro 2 - Modelos de governança corporativa Anglo-saxão e Latino- americano:
síntese comparativa

(conclusão)

Características definidoras	Modelo Anglo-saxão	Modelo Latino-americano
Liquidez da participação acionária	Muito alta	Especulativa e oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Embrionárias
Abrangência dos modelos de governança	Baixa	Em transição

Fonte: adaptado de Andrade e Rossetti (2009, p. 336).

Diante do contexto apresentado e buscando contribuir para um melhor entendimento sobre o tema proposto, na próxima seção, serão apresentadas as Instituições de Ensino Superior em estudo.

2.1.3 Evolução normativa da Governança Corporativa no Brasil

Seguindo as mudanças e o progresso das práticas que abarcam a boa governança, Viana (2011) destaca a ausência de amparo legal sobre o tema no Brasil, uma vez que a legislação, no início, não comportava a necessidade de atualização no mesmo ritmo da economia e das tendências de ampliação dos novos mercados globais.

Em razão da carência de histórico sobre essa temática, no que tange à evolução normativa no Brasil, pode-se dizer que esta aconteceu lentamente, ao contrário das convergências econômicas internacionais, reforçando os conceitos e aplicações práticas habituais das Empresas. É importante frisar que as mudanças começaram a acontecer lentamente, em princípio, pela importação da experiência, dos modelos e das regras adotadas anteriormente nas empresas estrangeiras, colaborando para a iniciativa de concepção do marco legal (VIANA, 2011).

Paralelamente, no contexto de globalização, as empresas de capital aberto, ansiando conquistar novos mercados, participaram com maior assiduidade do panorama internacional. E, então, a fim de captar recursos por meio das principais bolsas de valores, adequaram-se aos moldes de controles utilizados pelas empresas

internacionais, tais como a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) e o Relatório Anual 20F (KPMG, 2014).

A publicação da Lei 6.404/76, sobre as sociedades por ações e as inúmeras instruções normativas determinadas pela CVM posteriormente, em especial a edição das instruções 480 e 481 em dezembro de 2009, com o objetivo de possibilitar maior agilidade ao mercado de capitais, estabeleceu:

novas regras sobre o registro de emissores de valores mobiliários junto à CVM, possibilitando submeter o pedido de registro independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários (CVM, 2009).

A instrução 480 teve por objetivo classificar os emissores de valores mobiliários nas categorias 'A' e 'B'. O registro na categoria 'A' permitirá ao emissor a negociação de quaisquer valores mobiliários. O registro na categoria 'B' permitirá ao emissor a negociação de valores mobiliários com exceção da emissão de ações, de certificado de depósito de ações ou de outros valores mobiliários que possam ser convertidos em ações ou em certificado de depósito de ações. Segundo a Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM, Luciana Pires Dias, a maior característica da Instrução 480 é a de ser a instrução da transparência, possibilitando ao investidor maior acesso à informação (VIANA, 2011).

A autora acima descreve que a instrução 480 realçou a obrigação do emissor dispor as informações verdadeiras, completas e consistentes, proibindo a indução do investidor ao erro. Outra inovação foi a classificação como emissores com grande exposição ao mercado (Egem) de ações negociadas na bolsa há mais de três anos cumpridoras das obrigações exigidas periodicamente pela CVM e com valor de circulação no mercado de valores superiores a cinco bilhões de Reais.

Com relação à instrução normativa 481, as recomendações versam sobre as informações que obrigatoriamente devem constar nos anúncios de convocação das assembleias gerais e especiais das companhias abertas, devendo:

enumerar na ordem do dia todas as matérias a serem deliberadas, não sendo permitido prever um tópico de "assuntos gerais". Além disso, sempre

que a assembleia for convocada para eleger administradores ou membros do conselho fiscal, reformar o estatuto, fixar a remuneração dos administradores, aprovar plano de remuneração com base em ações, e escolher avaliadores, dentre outros, a companhia deverá fornecer informações mínimas aos acionistas, conforme estabelecido nos artigos 10 a 21 da referida instrução (CVM, 2014).

Outra iniciativa foi o advento da Lei 11.638/07, que possibilitou aos órgãos reguladores, ao legislador e ao investidor internacional, a ampliação da percepção do ordenamento jurídico brasileiro por meio do maior destaque concedido às normas e princípios para uma boa governança e maior aproximação ao padrão *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS) estabelecida a partir do ano 2010 pela CVM (CVM, 2014).

As principais alterações podem ser descritas como: i - as relacionadas ao valor dos ativos totais das empresas de grande porte, que além de estarem sujeitas à publicação, passam a exigir auditoria independente para as publicações; a substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (Doar) pela Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC); se a Companhia for de capital aberto deverá publicar a Demonstração de Valor Adicionado (DVA); na classificação do ativo permanente, além do investimento, imobilizado e diferido, passa a ser exigida a informação referente ao Intangível; exigência de auditoria independente, entre outras (CVM, 2014).

De acordo com as publicações da CVM (2014), é importante destacar que, quando os investidores avaliam as demonstrações financeiras de uma empresa, não se restringem somente aos resultados ou a seu desempenho. Nesse sentido, avaliam, também, o nível dos dados apresentados e comparam se os mesmos refletem a realidade das transações efetuadas, o grau do comprometimento dos seus ativos, bem como se a empresa está preparada para situações de risco e se há previsão de tempo de recuperação, além de quais ações emergenciais serão implementadas para sua recuperação, caso seja necessário.

O colegiado da CVM instituiu novos precedentes e pareceres, sobre inúmeras matérias em separado de membros para conselhos de administração e fiscal, pedidos de lista de acionistas, Oferta Pública de Aquisição (OPA) e *'tag-along'* ou

saída conjunta dos acionistas minoritários, as incorporações, *'poison pills'* com tradução literal de Pílula de Veneno, que consiste em uma estratégia que objetiva impedir o alcance agressivo do poder na empresa ou evitar a diminuição da dispersão de ações, dentre outras (CVM, 2014).

Além da legislação específica do país que versa sobre o tema, de acordo com o IBGC (2008) dentro do conceito das melhores práticas de governança, toda empresa deve ter um código de ética que comprometa toda a sua administração e seus funcionários, elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração.

O código de ética deve abarcar o relacionamento entre funcionários, fornecedores e associados, contendo principalmente os seguintes assuntos:

- (i) propinas;
- (ii) pagamentos impróprios;
- (iii) conflito de interesses;
- (iv) informações privilegiadas;
- (v) recebimento de presentes;
- (vi) discriminação de oportunidades;
- (vii) doações;
- (viii) meio ambiente;
- (ix) assédio sexual;
- (x) segurança no trabalho;
- (xi) atividades políticas;
- (xii) relações com a comunidade;
- (xiii) uso de álcool e drogas;
- (xiv) confidencialidade pessoal;
- (xv) direito à privacidade;
- (xvi) nepotismo; e
- (xvii) trabalho infantil (IBGC, 2008).

Tais diretrizes visam, além de cumprir as exigências legais, evitar um possível conflito de interesses. Diante disso, algumas orientações referentes à independência têm sido fornecidas aos conselheiros de administração e para auditores independentes, havendo, também, determinantes similares para diretores ou qualquer empregado ou representante da empresa (IBCG, 2008).

2.2 Instituições de Ensino Superior, estratégia e competitividade

As Instituições de Ensino Superior (IES) brasileiras podem ser divididas em IES públicas ou IES privadas. As IES públicas são instituições que, recebendo recursos

financeiros do Poder Público, são mantidas e administradas por si próprias, podendo ser divididas em: i - Federal, ii - Estadual ou iii - Municipal. Por receber recursos financeiros do Estado, não podem cobrar matrícula ou mensalidade (MRE, 2014).

A primeira universidade criada no Brasil surgiu no início do Século XIX, em consequência da constituição das elites brasileiras que procuraram a educação, sobretudo, em instituições europeias no período de 1500 a 1800 e que regressaram ao Brasil com seus títulos (STALLIVIERI, 2007). É importante ressaltar que a política adotada por Portugal no Brasil Colônia antes de 1808 era proibitiva quanto à criação de IES superiores.

Em razão da transferência da Corte Portuguesa para o Brasil e do consequente bloqueio das comunicações com a Europa, tornou-se necessária a formação de profissionais condizentes com a nova conjuntura econômica, social e política envolvendo os interesses portugueses no Brasil. Nessa conjuntura é que surgiram os primeiros cursos superiores (MASETTO, 1998).

Posteriormente, a primeira universidade pública brasileira a oferecer cursos diversificados no Brasil foi a Universidade do Rio de Janeiro, criada em 1920, na cidade do Rio de Janeiro (STALLIVIERI, 2007). Na década de 1930, o Brasil contava com apenas duas universidades, ou seja, a do Rio de Janeiro e a de Minas Gerais, criada no ano de 1927. Posteriormente, no Governo de Getúlio Vargas (1930-1945), criaram-se mais três universidades e inúmeras faculdades isoladas, com destaque para a Universidade do Rio Grande do Sul, que foi reconhecida como Universidade no ano de 1934, a Universidade de São Paulo, criada também em 1934, e as Faculdades Católicas, criadas no ano de 1940 no Rio de Janeiro e que deram início à universidade beneficente particular reconhecida em 1946 pelo Estado, posteriormente transformada em Pontifícia Universidade Católica (PUC), dando início à primeira instituição de educação superior privada do País (SILVA JÚNIOR, 2006).

Destaca-se que a administração das IES privadas compete a pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, com ou sem finalidade de lucro, sendo que as IES privadas sem fins lucrativos podem ser caracterizadas como:

- a) comunitárias: que abarcam em sua entidade mantenedora representantes da comunidade;
- b) confessionais: que atendem a determinada orientação confessional e ideológica; e;
- c) filantrópicas, que prestam serviços à população, em caráter complementar às atividades do Estado (art. 20 da LDB) (MRE, 2014, p.1).

De acordo com a publicação da Análise Setorial do Ensino Superior,

o setor tem mais de 2.400 instituições de ensino privadas, pertencentes a pouco mais de 1.600 empresas (mantenedoras), que dividem um bolo de mais de 4 milhões de alunos (contando com o ensino a distância). Há 10 anos, as 20 maiores empresas detinham em torno de 14% do mercado (total de alunos). Atualmente, essas 20 empresas detêm mais de 35% do mercado de educação superior. Destacando apenas os grupos consolidadores, observa-se que 17 grupos possuem 27,4% de *market share* e 24,1% do faturamento total do setor (HOPER, 2009, p.42).

Silva Júnior (2014) destaca que as IES privadas dividem-se em dois grandes grupos; i - o primeiro grupo é constituído pelas IES Comunitárias, Confessionais e Filantrópicas beneficiadas pela imunidade ou isenção tributária; ii - o segundo grupo é constituído pelas IES particulares, que são assinaladas pela paridade com uma empresa possuindo fins lucrativos.

Conforme disposto no Código Civil brasileiro, especificamente no capítulo sobre Direito de Empresarial, as IES privadas são organizadas sob a forma de sociedades limitadas, sociedades anônimas de capital fechado e aberto, sociedades simples ou entidades filantrópicas (BRASIL, 2002).

No grupo das IES comunitárias, confessionais e filantrópicas, a configuração de sua constituição frequentemente é formada pelas Fundações Privadas sem fins lucrativos, Associações Comunitárias e Congregações Religiosas. Os seus fundadores habitualmente são profissionais com inspiração para sua concepção, sendo vedada a remuneração aos seus constituintes (BRASIL, 2002).

Uma característica inerente às IES filantrópicas é a regulação que é mais severa. As IES sem fins lucrativos, beneficiadas pela imunidade ou isenção fiscal, necessitam obedecer a uma série de pré-requisitos referentes à aplicação de recursos e ao procedimento de prestação de contas, devendo reinvestir, de acordo com o imperativo legal, todo o lucro percebido. Igualmente, as entidades confessionais

designam os seus resultados para o reinvestimento na própria atividade e são motivadas pela vocação carismática de seus instituidores (SILVA JÚNIOR, 2014).

Em contrapartida, o segundo grupo destaca-se pelo interesse econômico de grupos empresariais e redes de ensino, constituídos por empresários capitalistas, preocupados com o retorno do capital investido e com a maximização de seus lucros.

De acordo com Hoper (2009) o setor de educação privada adquiriu participação crescente no ensino superior do Brasil que abrange aproximadamente 75% dos alunos matriculados. São oferecidas por ano pelo setor público 330.000 vagas, representando 12% das vagas totais, deixando de atender a um grupo de 1.770.000 jovens que são, parcialmente, absorvidos pelo setor privado em uma quantidade de 825.000 ingressantes anuais com idade inferior a 24 anos. Os demais, cerca de 945.000 estudantes por ano, não fazem curso superior por opção, ou por falta de recursos para o pagamento das mensalidades, tornando-se parte dos atuais 7.000.000 de excluídos do sistema. O setor possui 5,1 milhões alunos. Considerando-se os alunos matriculados no ensino à distância (EAD), esse número chega a 5,8 milhões (ano base: 2008).

Entre 1997 e 2007, esse setor cresceu 394%, média de 17,30% ao ano (HOPER, 2009). A expansão do setor de ensino superior privado brasileiro nesses anos ganhou impulso, em decorrência dos seguintes fatores (HOPER, 2009).

Convém ressaltar que o ano de 2008 evidenciou sinais de redução no ritmo de negociações do setor educacional, reduzindo para 39 o número de transações. A influência da crise na economia mundial foi responsável por uma redução ainda maior nas negociações durante o ano de 2009, diminuindo para 16 transações por ano. Já no ano 2011, evidenciou-se um panorama positivo para o setor educacional com destaque para 22 transações entre fusões e aquisições (CMC, 2012).

Salienta-se que as IES privadas não estão sujeitas a maiores regulamentações atinentes à estrutura e práticas de governança, devendo, então, pautar-se nos seus princípios estatutários e prestar contas ao MEC (SILVA JÚNIOR, 2014).

Diante dessa ambiguidade, deduz-se que as estruturas de governança recebam influência da configuração da constituição das IES; para tanto, é necessário entender os modelos de governança aplicáveis a essas realidades.

Ao longo dos anos, inúmeros estudos foram realizados acerca do tema governança corporativa. Sendo assim, para melhor entendimento, apresentam-se, nesta seção, alguns estudos empíricos sobre estratégia e competitividade nas organizações.

No estudo *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 1990*, escrito por Siffert Filho (1998), foram analisadas as mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não financeiras na economia brasileira com base no período 1990/97, independentemente de o controle ser privado, nacional, estatal ou estrangeiro, comparando a experiência brasileira com os padrões observados nas economias desenvolvidas, utilizando a tipologia de controle societário desenvolvida por Thomsen e Pedersen (1995; 1997), da *Copenhagen Business School*.

De acordo com o autor, novas formas de governança corporativa e o processo de privatização triplicaram a participação na receita das 100 maiores empresas não financeiras, atingindo aproximadamente 12% do total. A GC, dada a inevitável separação entre o controle e a gestão, com novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento sobre o desempenho dos administradores, passa a ser desenhada pelos acionistas controladores, selando, em boa medida, questões de natureza estratégica, como: i - a identidade dos controladores; ii - a natureza da propriedade e iii – os seus objetivos estratégicos, que passam a ser determinantes para a performance competitiva dessas empresas. Há destaque para o crescimento das empresas de controle compartilhado, a saber: a ampliação da participação do capital estrangeiro e a relativa redução do controle familiar nacional.

Percebeu-se o crescimento estrangeiro do investimento direto externo e do número de aquisições e fusões, apontando para um papel de maior relevo desses agentes. Os resultados abalizam o crescimento das empresas estrangeiras (de 27% para 38%) em relação ao total da receita das 100 maiores empresas não financeiras. Essa constatação coloca a economia brasileira como o palco onde empresas

estrangeiras de distintas nacionalidades se defrontam e/ou se alinham estrategicamente, em busca de *market-share*, em nível global. Por outro lado, há grupos estrangeiros que querem posicionar-se em setores onde a economia nacional apresenta nítidas vantagens comparativas e competitivas (SIFFERT FILHO, 1998).

O estudo desenvolvido por Machado (2002) resgatou a afirmativa de North (1990) de que as 'instituições importam' e são passíveis de análise e aperfeiçoamento com o objetivo de aprimorar a performance econômica e social dos agentes. As transformações institucionais, oriundas da evolução tecnológica, induzem à intensificação do fluxo informacional e à internacionalização dos mercados, assim como à criação de novos marcos regulatórios, especialmente, voltados para as questões ambientais e sociais, o que impulsiona as empresas a desenvolverem ações a fim de conservarem ou adquirirem reputação. No processo em busca de reconhecimento e respeito, emerge a preocupação com a conduta ética e socialmente responsável.

Os resultados encontrados por Machado (2002) evidenciaram que a razão para as empresas internalizarem as suas ações sociais na própria estrutura organizacional se deve às relações inerentes entre a atividade de negócios e o desígnio das ações de responsabilidade social praticada. Em contrapartida, em face da elevação da complexidade e da escala das ações sociais, a estruturação de uma organização especializada sob controle hierárquico da empresa evidencia maior eficiência, impedindo possíveis problemas de agência.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) analisaram os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio em Reais e preço médio de ações) após a implementação do Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC), uma vez que, para parte da Bovespa, havia perspectivas de que essas variáveis seriam valorizadas significativamente após a migração das empresas. Utilizou-se no estudo o teste de Wilcoxon para duas amostras emparelhadas, confrontando as observações anteriores à implementação do Nível 1 de Governança Corporativa com outras posteriores.

Na pesquisa desenvolvida por Bruère, Mendes-da-Silva e Santos (2007), analisou-se a composição dos conselhos de administração das empresas listadas na Bovespa no ano de 2004 de dois dos principais setores industriais presentes na Bolsa, Alimentos & Bebidas e Energia Elétrica.

Os principais resultados destacados foram: i – a expressiva predominância de conselheiros do sexo masculino; e ii - os indivíduos do sexo feminino serem minoria no conjunto dos conselheiros pesquisados e possuírem uma média de idade significativamente inferior. Esses dados, confrontados com a elevação da presença feminina no mercado de trabalho, sugerem a permanência da tendência pela primazia por homens para a composição dos conselhos de administração. Avaliando como lócus de poder, como o conselho de administração, percebeu-se que o acesso feminino é ainda escasso. Os conselheiros mais velhos possuem menor grau de instrução e, também, participam em mais de um conselho, o que alude ao princípio de que os conselheiros sejam eleitos pelo grupo controlador.

Outros estudos foram realizados pelos autores Almeida, Scalzer e Costa (2008) que pesquisaram se o grau de conservadorismo utilizado pelas empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança corporativa é distinto do conservadorismo empregado nas demais empresas entre os anos 2000 a 2004. Como modelo, aplicou-se o de Basu (1997), que busca identificar a existência de assimetria de reconhecimento entre as notícias boas e as notícias ruins, empregando o retorno econômico das ações.

Os resultados evidenciaram que o grau de conservadorismo empregado pelas empresas que possuem níveis diferenciados de governança corporativa (companhias listadas no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado) é maior que o grau empregado por outras companhias listadas na Bovespa, que não possuem títulos elencados em tais níveis. Observou-se que a contabilidade, empregando mecanismos como o conservadorismo, pode influenciar os resultados contábeis e, por conseguinte, os resultados encontrados ratificam a presença da assimetria de reconhecimento das notícias boas e notícias ruins no mercado brasileiro.

No estudo desenvolvido por Costa (2008), ponderou-se a influência do processo de governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil nos últimos cinco anos. Levantaram-se os motivos que influenciam as empresas a optarem pela governança corporativa. Foi realizada uma revisão de literatura sobre a nova economia institucional, avaliando a teoria da agência, a teoria da firma, a teoria dos custos de transação, os direitos de propriedade, contratos e instituições e a teoria dos stakeholders. Caracterizou-se, também, a governança corporativa no Brasil e no mundo e seus principais elementos de medição.

A governança corporativa, de acordo com Costa (2008), tem expressiva importância nos itens de valorização no mercado financeiro, sucessão, profissionalização, fontes de financiamento mais acessíveis, aquisição de novos negócios e mudanças de estrutura de propriedade de capital.

A transparência das informações e profissionalização dos gestores e do conselho de administração foi considerada como um dos temas mais relevantes, uma vez que mais de 60% das empresas de capital aberto brasileiras possuem um único acionista controlando mais de 50% das ações com direito a voto e, em média, detêm 70% do total do capital votante (COSTA, 2008).

Outros autores, como Silveira, Perobelli e Barros (2008), investigaram empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa (GC) nas empresas sobre sua estrutura de capital. A qualidade da governança é mensurada por um índice proposto em pesquisa anterior e construída para uma amostra de empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Constatou-se a possível causalidade bidirecional entre os construtos de interesse, na medida em que, como sugere a literatura especializada, a estrutura de capital pode influenciar a adoção pela empresa de certas práticas de GC.

Os resultados encontrados pelos autores acima revelam significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a dimensão estrutura de propriedade e conselho de administração, sugerindo que a GC pode ser determinante relevante da estrutura de capital. Os resultados não são conclusivos; por outro lado, quanto à

influência da alavancagem sobre o índice completo de GC e sobre dois subíndices dele derivados.

Na pesquisa desenvolvida por Bianchi, Gelatti e Rocha (2009), buscou-se identificar o perfil das pesquisas e a evolução do tema governança corporativa nos artigos publicados no Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Enanpad) no período de 1999 a 2008. Foi realizada uma análise documental, utilizando a técnica análise de conteúdo em 114 artigos. A pesquisa com os artigos possuiu enfoque nas principais partes constitutivas: (a) autoria dos artigos; (b) perfil dos autores; (c) fundamentação teórica; (d) métodos e tipologias de pesquisa utilizadas; e (e) referências.

Por fim, Dalmácio, Lopes e Rezende (2010) investigaram, do ponto de vista da Teoria da Sinalização, a influência da adoção de práticas distintas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro. Optou-se por essa relação em razão da carência de uma teoria bem desenvolvida a respeito da natureza da governança corporativa. A acurácia das previsões individuais dos analistas foi medida a partir de metodologias propostas na literatura. A amostra foi composta por 105 empresas (financeiras e não financeiras) com ações negociadas na Bovespa com cobertura regular dos analistas de mercado, entre os anos 2000 a 2008.

Segundo os autores, o estudo evidenciou que a governança corporativa influencia positivamente a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento. A governança corporativa é considerada um sinal positivo das empresas para o mercado de capitais, possui capacidade de influenciar a acurácia das previsões individuais dos analistas de investimento do mercado brasileiro e representa parâmetros na transformação da perspectiva condicional que determina as crenças, tanto dos analistas na elaboração de suas previsões, quanto dos investidores na escolha de seus investimentos.

2.3 Governança Corporativa em Instituições de Ensino Superior

Ao destacar o interesse de Instituições como *Harvard*, *Stanford*, Universidade do Leste de Londres, Universidade do Kansas em abrir escritórios no Brasil, Polizel e Steinberg (2013) veem o setor educacional brasileiro em estado de efervescência.

Em razão do fortalecimento da economia brasileira, segundo Polizel e Steinberg (2013), e da crise mundial que ameaça o emprego em países desenvolvidos, o Brasil tornou-se foco de interesse de investimento de instituições de educação estrangeiras, atraindo grupos internacionais da área de educação de primeira linha. A conjuntura brasileira atual estimula a vinda de grupos internacionais que conseguem aliar qualidade de ensino com uma carteira de estudantes com poder aquisitivo positivo e desempenho acima da média.

As instituições privadas englobam as instituições particulares, as comunitárias, que mantêm em sua estrutura uma mantenedora, as confessionais e as filantrópicas. Salvo poucas variações, o poder em uma instituição de ensino superior é definido pela presença de órgãos supervisores, que mudam de terminologia de uma IES para outra e são definidos como: conselho de curadores e/ou assembleia geral, conselho de ensino, conselho fiscal, diretoria e reitoria. A incumbência da mantenedora em relação às instituições privadas consiste em zelar pelo patrimônio físico-financeiro e pelo orçamento da instituição. Observa-se, também, maior agilidade e flexibilidade da estrutura organizacional das IES privadas em relação às IES públicas (POLIZEL, STEINBERG, 2013).

Membros de distintas categorias compõem a assembleia geral que é formada por: fundadores, beneméritos, ex-alunos, professores, pesquisadores etc. Os membros eleitos pela assembleia geral irão compor o conselho fiscal, enquanto o conselho diretor será formado por um presidente, um vice-presidente e secretários. Cabe ao reitor a função de diretor principal em muitas instituições de ensino e a reitoria representa a administração máxima de uma IES (SILVA JÚNIOR, 2014).

Silva Júnior (2014) afirma que, comparando com o mundo corporativo, uma empresa privada com ações negociadas no mercado de capitais possui sua estrutura de

poder bem definida, orientada por acionistas, conselheiros de administração, presidente e diretores, cada um com uma função e responsabilidade definidas. Para ser recomendada a um processo de fusão e aquisição, bem como para manter uma instituição de gestão familiar com condição de sobreviver à competitividade acirrada, uma IES precisa buscar um desempenho impecável na adoção das boas práticas de governança corporativa, lançando mão de práticas como transparência, ética e competitividade nas relações com os *stakeholders*.

Organizar a governança de uma empresa ou instituição de maneira que a eleve a outro patamar de valor e a práticas da governança corporativa implica organizar mecanismos que estruturam a informação, delegam poderes e forçam a transparência.

Diante dessa realidade, a próxima seção busca fornecer um panorama sobre o percurso metodológico adotado no trabalho.

2.3.1 Performance econômico-financeira

Quando se trata de empresas, a expectativa é definir como analisar o desempenho organizacional de uma forma geral, abrangendo seus principais aspectos. O desempenho de uma empresa pode ser avaliado por diversos fatores, objetivos ou subjetivos, como vantagens competitivas, resultados financeiros, satisfação de clientes, fatores sociais e ambientais. Este trabalho buscará analisar os aspectos de performance econômico-financeiro com o objetivo de avaliar as IES privadas com ações negociadas na BM&F Bovespa por meio da prática de governança corporativa na gestão.

No aspecto financeiro, o desempenho pode ser avaliado por diversas variáveis, não existindo consenso quanto às medidas mais apropriadas a serem usadas. Barney e Hesterly (1996) asseveram que cada medida de desempenho possui suas limitações, bem como uma multiplicidade de abordagens que seriam adequadas. Em seus estudos sobre redes e desempenho, fundam suas análises sob o ponto de vista de quatro abordagens: sobrevivência, medidas contábeis, perspectiva de múltiplos *stakeholders* e medidas de valor presente, todas baseadas na métrica.

A revisão de literatura sugere como itens a serem apreciados:

a) a análise das demonstrações financeiras, conhecida popularmente como análise de demonstrações contábeis, é formada por um conjunto de técnicas que buscam avaliar a situação econômico-financeira das empresas dentro de um período, com objetivo de orientar na tomada de decisões dos inúmeros interessados (BARTZ, 2010).

b) a análise horizontal e vertical: apresenta a trajetória da empresa e suas tendências, permite comparar e concluir a evolução da empresa (MATARAZZO, 2003).

c) a análise de índices, que é formada, segundo Bartz (2010), pelo grupo de contas das demonstrações financeiras que permitirão visualizar a situação econômico-financeira da empresa em um determinado aspecto.

d) os índices de estruturas de capitais, que permitem demonstrar as linhas de decisões em termos de obtenção e aplicação de recursos, relacionando as duas grandes fontes de recurso, descritas como capitais próprios e capitais de terceiros (MATARAZZO, 2003).

e) os índices de liquidez que, de acordo com Matarazzo (2003), são os índices que permitem demonstrar a situação financeira da empresa, por meio da comparação dos ativos circulantes com as dívidas,

f) os índices de rentabilidade, que permitem avaliar a atividade e o seu retorno, ou seja, a rentabilidade dos capitais investidos e o grau de êxito econômico da empresa. Nesse sentido, quanto maior o índice, melhor a performance econômico-financeira da empresa (MATARAZZO, 2003).

3 MÉTODOS

Este capítulo tem por objetivo apresentar os procedimentos metodológicos utilizados na realização deste estudo. Compõe-se de cinco seções. Inicialmente, é apresentada a caracterização da pesquisa; em seguida, descreve-se a unidade de análise e os sujeitos da pesquisa; explica-se a técnica de coleta de dados; apresenta-se a técnica de análise dos dados coletados e; por fim, apresentam-se os dados disponibilizados pelas IES privadas na CVM e BM&F Bovespa.

3.1 Quanto aos objetivos

O objetivo deste trabalho consistiu analisar como as práticas de governança corporativa adotadas por Instituições de Ensino Superior com ações negociadas na BM&F Bovespa influenciam suas performances econômico-financeira, acadêmica e o mercado de ações.

Para tanto, desenvolveu-se uma pesquisa descritiva, acadêmica e no mercado de ações. Hair et al (2005) acreditam que os estudos descritivos podem fornecer ao pesquisador uma visão dos elementos administrativos em um dado ponto no tempo. Nesse sentido, buscar-se-á caracterizar a estrutura de governança corporativa em cada uma das IES contempladas, assim como identificar laços de relacionamento com a performance econômico-financeira.

3.2 Quanto a abordagem do problema

A abordagem adotada na pesquisa é de cunho qualitativo. A respeito da abordagem qualitativa, Denzin e Lincoln (2006, p. 20) esclarecem que a mesma "pode ser utilizada para a análise semiótica, análise da narrativa, do conteúdo, do discurso, de arquivos e a fonética e até mesmo as estatísticas, as tabelas, os gráficos e os números [...]".

O estudo qualitativo limita-se à coleta de dados objetivos e subjetivos do desempenho acadêmico, disponibilizados pelo MEC, e aos dados de desempenho financeiros, obtidos pela análise de balanços.

3.3 Quantos aos procedimentos

Os procedimentos adotados no estudo, recorreu-se ao estudo multi-casos. Para Ludke e André (1986), o estudo de caso expõe uma tática de pesquisa que permite o levantamento de informações importantes no decorrer do estudo, procurando retratar o fato de forma mais completa e profunda. Já quanto à utilização do método estudo múlti-casos, trata-se da forma utilizada em pesquisas de caráter descritivo e exploratório (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Nesse sentido, Yin (2001) acredita que tal método comumente exhibe mais variáveis de interesse do que pontos de dados e, em decorrência, fundamenta-se em inúmeras fontes de evidência.

3.4 Amostra e análise

As amostras da pesquisa foram constituídas por cinco IES de capital aberto, escolhidas em função de possuir uma característica específica que é o oferecimento de suas ações na Bolsa de Valores BM&F BOVESPA, extraídas da população Instituições de Ensino Superior privadas brasileiras.

Como unidade de observação, foram utilizados os demonstrativos financeiros publicados por essas empresas, a cotação de suas ações na BM&F BOVESPA e demais informações econômico-financeiras e acadêmicas.

3.5 Coleta de dados e período de análise.

A coleta de dados da pesquisa foi desenvolvida por meio da pesquisa documental realizada com a análise individual de cada caso, com a exposição dos atributos de estrutura de propriedade e controle, das práticas de GC e do desempenho econômico-financeiro, mensurada pela análise de balanços e informações

publicadas pela BM&F Bovespa e CVM, pelo mercado e pelo desempenho acadêmico.

Para Oliveira (2007, p. 69), a pesquisa documental caracteriza-se pela busca de informações em documentos que não receberam nenhum tratamento científico, como relatórios, reportagens de jornais, revistas, cartas, filmes, gravações, fotografias, entre outras matérias de divulgação”.

A coleta de dados das IES foi relativa aos períodos de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Inicialmente, foram levantadas informações sobre cinco IES listadas e negociadas na BM&F Bovespa.

Posteriormente, foi realizada pesquisa documental em publicações acadêmicas, livros, teses e na *internet* com o objetivo de realizar uma análise do contexto macro. Foram pesquisados, também, os dados estatísticos publicados pelo Ministério da Educação (MEC) e o Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), BM&F Bovespa, CVM, o estudo sobre a forma de constituição de conselhos das IES e a análise das demonstrações contábeis, com o desígnio de contextualizar o tema e delinear a pesquisa.

No quesito avaliação acadêmica, ressalta-se que esta é alcançada nas faculdades pelos dados coletados nos relatórios, pela avaliação do Ministério da Educação e Cultura (MEC) e pelo Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (Enade).

O Enade faz parte do Sistema de Avaliação da Educação Superior (Sinaes) e seu resultado é obtido por meio de duas ferramentas, um questionário e uma prova. A finalidade da aplicação do Questionário de Avaliação Discente da Educação Superior (Qades) consiste em identificar o perfil dos estudantes, associando as informações de sua conjuntura às suas percepções sobre a IES. A prova apresenta um componente de avaliação da formação geral comum aos cursos de todas as áreas e um componente específico de cada área.

Os indicadores de avaliação do Enade são obtidos a partir das notas dos estudantes na prova por meio do conceito enade e o indicador de diferença entre os desempenhos observado e esperado (IDD).

3.6 Técnica de análise de dados

Como técnica de coleta de dados optou-se pela análise comparativa dos indicadores econômico-financeiros e do mercado acadêmico.

Os dados foram tratados sob o enfoque da análise de conteúdo, o que, para Bardin (2008), consiste em um,

conjunto de técnicas de análise de comunicação visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição de mensagens [...] que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção destas mensagens (BARDIN, 2006, p. 38).

O desempenho acadêmico foi avaliado de acordo com indicadores do MEC/INEP e pela variação do número de alunos e professores, bem como as relações entre as estruturas e as práticas de GC, além de demonstrativos de resultados sociais e documentos que auxiliaram a traçar o desempenho econômico-financeiro e o modelo de governança corporativa adotado pelas IES que foram extraídos do *software* Economática®.

3.7 Apresentação e caracterização das IES pesquisadas

Nesta seção, serão apresentadas as Instituições de Ensino Superior Privadas com ações negociadas na Bolsa de Valores.

3.7.1 Anhanguera Educacional Participações S.A.

A Anhanguera Educacional⁷ abriu o capital da empresa no ano de 2003. Sucessora da Associação Lemense de Educação e Cultura, instituto mantenedor do Centro

⁷ As informações apresentadas nesta seção foram adaptadas do sítio da instituição na internet e do relatório da instituição educacional.

Universitário Anhanguera (Leme e Pirassununga); Faculdade Comunitária de Campinas e Faculdades integradas de Valinhos, Instituto Jundiaense de Educação e Cultura, instituto mantenedor da Faculdade Politécnica de Jundiaí; e Instituto Superior Anhanguera, entidade mantenedora da Faculdade Politécnica de Matão (POLIZEL; STEINBERG, 2013; ANHANGUERA, 2014).

As associações sem fins lucrativos serviram como sustentação para a criação das sociedades educacionais sob a forma de sociedades anônimas, como a Sociedade Educacional de Jundiaí e a Sociedade Educacional de Matão, forma organizacional constituída e organizada para a abertura de seu capital na BM&F Bovespa (POLIZEL, STEINBERG, 2013; ANHANGUERA, 2014).

Da junção das três sociedades anônimas, nasceu a Anhanguera Educacional S/A, sociedade mantenedora de todas as unidades educacionais que posteriormente existiriam, como faculdades, centros universitários ou universidades. Diante disso, a partir do ano de 2004, os novos cursos e unidades orgânicas ou obtidas estão sob a administração dessa organização (POLIZEL; STEINBERG, 2013; ANHANGUERA, 2014)

Durante o seu percurso, a Anhanguera vivenciou distintas fases de crescimento, passando até o ano de 1998 pela fase de ampliação dos seus cursos superiores e da sua estrutura física; em seguida, até o ano 2003, pela fase de otimização e qualificação dos seus currículos e projetos pedagógicos; e posteriormente, vivenciando a fase de reorganização estrutural, administrativa e financeira e a admissão de novos parceiros-sócios e investidores (POLIZEL; STEINBERG, 2013; ANHANGUERA, 2014).

3.7.2 Estácio Participações S/A

A Estácio Participações S/A foi constituída em 31 de março de 2007 por meio do aporte ao seu Capital Social das quotas majoritárias (99%) representativas do Capital Social de cinco Empresas Mantenedoras de Ensino Superior: a Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá (SESES), a Sociedade Tecnopolitana da Bahia (STB), a Sociedade de Ensino Superior do Ceará (SESCE), a Sociedade de Ensino

Superior de Pernambuco (SESPE) e a Sociedade de Ensino Superior do Pará (SESPA), instituições controladas pelos mesmos acionistas que formaram o seu quadro acionário controlador. Todas são organizadas como Sociedades Limitadas, tendo sido as mantenedoras STB, SESCE, SESPE e SESPA, já em 2005, transformadas em sociedades empresárias, com fins lucrativos. A SESES foi transformada de Sociedade de natureza filantrópica, na forma admitida na legislação brasileira, também em sociedade empresarial limitada, com fins lucrativos, em Fevereiro de 2007.

A Estácio Participações S/A consiste em uma das maiores organizações privadas do setor de ensino superior no Brasil em número de alunos matriculados, de acordo com dados oficiais divulgados pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (Inep) atinentes ao ano de 2008. Em 31 de dezembro de 2011, "contava com 240 mil alunos com matrículas regulares no ensino presencial e a distância, em cursos de graduação e pós-graduação" (POLIZEL; STEINBERG, 2013, p.78; ESTÁCIO, 2014).

A rede de ensino, conforme Polizel e Steinberg (2013, p.78) e Estácio (2014), opera em todas as regiões do país há mais de 40 anos e possui:

universidades, centros universitários, 30 faculdades, 52 polos de ensino a distância credenciados pelo Ministério da Educação e Cultura (MEC), com uma capilaridade nacional representada por 68 unidades (Campi)⁸, onde são oferecidos cursos de graduação (bacharelado e licenciatura), graduação tecnológica e pós-graduação, nas modalidades, presencial, a distância e a distância semipresencial.

No ano de 2007, a Estácio implanta a estrutura de Governança Corporativa ao abrir o capital na BM&F BOVESPA e os sócios-fundadores associam-se à *GP Investments* na gestão da Estácio (ESTÁCIO, 2014).

⁸ As informações apresentadas nesta seção foram adaptadas do sítio da instituição na internet e do relatório da instituição educacional.

3.7.3 GAEC Educação S/A

O Grupo Anima Educação S/A (GAEC Educação)⁹, reconhecido pelo nome de *pregão Anima*, é considerado uma das maiores instituições de educação superior privada do Brasil, tanto em receita quanto em número de alunos matriculados (HOPER, 2013).

No ano de 2013, o grupo possuía

mais de 48 mil estudantes matriculados em cursos presenciais, em 17 *campi* localizados nos estados de Minas Gerais, São Paulo e Rio de Janeiro. O grupo conta com mais de 10 anos de experiência no setor de ensino superior brasileiro, e é responsável pela administração de uma rede de três Centros Universitários (Una, Uni-BH e Unimonte) nos estados de Minas Gerais e de São Paulo, e duas Faculdades, nas cidades de Betim e Contagem (Minas Gerais), sendo responsável por marcas distintas e tradicionais, com mais de 40 anos de história. Adicionalmente, o portfólio inclui também a HSM, uma das mais renomadas instituições de educação corporativa no Brasil (GAEC, 2014, p. 01).

O Grupo iniciou suas atividades em 2003, quando foi adquirido da Minas Gerais Educação Ltda., mantenedora do Centro Universitário UNA em Belo Horizonte. No ano 2006, seus fundadores adquiriram a Associação Educacional do Litoral Santista (Aelis), mantenedora do Centro Universitário Monte Serrat (Unimonte), fundada em 1970, em Santos, São Paulo. Ao adquirir a Unimonte, os criadores reestruturaram a administração financeira e acadêmica com foco na gestão integrada (GAEC, 2014).

No início de 2009, o Instituto Mineiro de Educação e Cultura comprou da Fundação Cultural de Belo Horizonte (Fundac-BH) os direitos sobre o Centro Universitário de Belo Horizonte UNI-BH, instituição de renome e tradição em Belo Horizonte, considerado pelo Índice Geral de Cursos (IGC), como o melhor centro universitário no ano de 2009 (GAEC, 2014).

Desde abril de 2012, a Anima passa a ser administrada pelo BR Educacional FIP, investidor financeiro na área de educação.

⁹ As informações apresentadas nesta seção foram obtidas no sítio da instituição na internet, no relatório da instituição.

Ressalta-se que, no início do ano de 2003, a IES possuía dois *campi* e aproximadamente 3,8 mil estudantes matriculados. A Empresa cresceu nos últimos 10 anos, organicamente e por aquisições elevando o número de estudantes matriculados em 40% entre dezembro de 2010 a junho de 2013 (GAEC, 2014).

3.7.4 Grupo Kroton

O início da instituição na Cidade de Belo Horizonte data do ano de 1966, quando foi criado o pré-vestibular Pitágoras¹⁰. Na década de 1970, o Pitágoras se solidifica como curso preparatório para vestibulares no Estado de Minas Gerais e, posteriormente, diversifica sua atuação, criando três colégios de Educação Básica em Belo Horizonte. Na década seguinte, estabelece outras unidades nos estados de Rondônia, Amazonas, Pará, Maranhão, Goiás e Bahia e expande as fronteiras inaugurando filiais, em países do exterior como, Mauritânia, Iraque, Congo Francês, Equador, Peru e Angola. No ano de 1995, nasce a Rede Pitágoras consolidando a marca no Brasil e no exterior com a utilização de material didático próprio (KROTON, 2014).

De acordo com dados da Kroton (2014), a fundação da primeira Faculdade Pitágoras ocorreu na cidade de Belo Horizonte, no ano 2000, com o curso de graduação em Administração, possuindo 332 alunos ao final do ano de 2001. Posteriormente, a alteração do marco regulatório do Ensino Superior, a *Apollo International*, fundo particular de investimentos em educação, investiu em ações da Kroton, agregando capital e experiência internacional à Instituição.

O Núcleo de Pós-Graduação Pitágoras foi implantado em 2006, conforme informações da Kroton (2014), com coordenadorias locais em cada unidade, ministrando cursos de especialização *lato sensu* nas áreas de Saúde, Gestão, Ciências Sociais e Pedagogia e cursos de extensão em diferentes áreas. Criou o Instituto de Ensino a Distância (Ined). Por meio da marca Ined, a Kroton ministrava cursos de graduação Tecnológica, com duração variando de dois anos a dois anos e meio.

¹⁰ As informações apresentadas nesta seção foram obtidas no sítio da instituição na internet, no relatório da instituição.

No ano de 2008, recebeu suporte financeiro da *Advent International* (Fundo particular de investimentos), o que permitiu a expansão de suas atividades. Em 2010, foram lançados um novo Projeto Pedagógico e a primeira escola parceira brasileira da Rede Pitágoras no Canadá. Ainda no mesmo ano, são adquiridos o Grupo Iuni Educacional, atuante na graduação e pós-graduação no Norte, Nordeste e Centro Oeste brasileiro, utilizando as marcas da Universidade do Cuiabá (Unic), União Metropolitana de Educação e Cultura (Unime) e Faculdade de Administração de Mariana (Fama) (KROTON, 2014).

Ainda segundo a Kroton (2014), a Faculdade Pitágoras inicia em 2010 as suas atividades na Cidade de Contagem (MG), ministrando cursos de Administração, Engenharia Elétrica e Engenharia Mecânica. Em 2011, a Kroton Educacional incorpora a Faculdade Atenas Maranhense, a Faculdade União, a Faculdade Sorriso e a Universidade Norte do Paraná (Unopar). Ressalta-se que a aquisição da Unopar foi a maior transação da História do setor, transformando a Kroton na líder do segmento de Ensino à distância em um dos maiores grupos educacionais do mundo figurando em sexto lugar.

Em 2012, a Kroton adquiriu o Centro Universitário Cândido Rondon (Unirondon) e a Associação Educacional Leonardo Da Vinci (Uniasselvi). A Rede Pitágoras atua há mais de 45 anos em vários segmentos da Educação. No Ensino Superior, oferece cursos de graduação e pós-graduação. Possui 53 campi no Ensino Superior em 10 estados do Brasil e em 39 municípios, 447 polos ativos de graduação na modalidade Ensino a Distância (EaD). Atendia, em 30 de setembro de 2012, 411 mil alunos de Ensino Superior (KROTON, 2014).

3.7.5 SER Educacional

O Grupo SER Educacional¹¹ foi criado no ano de 1993 com a fundação do Complexo Educacional Bureau Jurídico, por José Janguê Diniz, que ministrava cursos preparatórios para concursos na cidade do Recife e posteriormente investiu na preparação para congressos nacionais e internacionais na área jurídica. Em 1999, o

¹¹ As informações apresentadas nesta seção foram obtidas no sítio da instituição na internet, no relatório da instituição.

Bureau Jurídico passou a oferecer curso pré-vestibular para o curso de Direito (SER, 2014).

A Faculdade Maurício de Nassau, segundo a Ser (2014), mantida pelo Ensino Superior Bureau Jurídico Ltda (Esbj), foi fundada oficialmente no ano de 2003, por meio da publicação no Diário Oficial da União da portaria 1109 do MEC. A IES foi sucessora do Complexo Educacional Bureau Jurídico e foi autorizada a ministrar cursos de Direito, Administração, Comunicação Social e Biomedicina.

Em 2007, a Faculdade Maurício de Nassau criou o Conselho Consultivo, tendo como uma das principais atribuições em conjunto com a Hopper Consultoria Educacional, redefinir o planejamento estratégico da empresa (SER, 2014). Prosseguindo com o projeto de ampliação e consolidação da política de governança corporativa, instituiu o Conselho de Administração em 2008, composto por representantes dos acionistas e profissionais reconhecidos no mercado. No mesmo ano, o *Cartesian Capital Group* associou-se ao Grupo Universitário Maurício de Nassau, investindo R\$48 milhões de Reais, participando então com 11,3% do total das ações da Faculdade de Ensino Superior Bureau Jurídico (SER, 2014).

Já no ano de 2009, de acordo com a publicação da Ser Educacional (2014), o Grupo unificou as matrizes curriculares e os planos de ensino das disciplinas, instituindo a metodologia do diário eletrônico e do processo de auditorias acadêmicas. Em 2010, o Grupo recebeu os auditores da *International Finance Corporate* (IFC), membro do grupo do Banco Mundial com a aprovação de uma linha de crédito de aproximadamente R\$80 milhões de Reais. No mesmo ano, iniciou o projeto de implementação da ISO 9001, alterou o nome para Grupo Ser Educacional S.A e incorporou a Faculdades Unidas de Pernambuco (Faupe), tradicional faculdade do Recife na área de arquitetura (SER, 2014).

O grupo incorporou em 2011 as unidades de Aracaju e Belém e inaugurou a unidade das Mercês, em Salvador. Em 2012 a Faculdade Maurício de Nassau, no Recife, foi credenciada como centro universitário e a terminologia de Faculdade transformou-se em Centro Universitário Maurício de Nassau (Uninassau). Ainda em 2012, obteve a

certificação ISO 9001 e iniciou as atividades na unidade Caruaru, em Pernambuco, e incorporou as unidades de Manaus e São Luís (SER, 2014).

Assim, no ano de 2013, conforme dados publicados pela Ser Educacional (2014), foram adquiridas três unidades no Piauí (FAP Teresina, a Faculdade Aliança e a FAP Parnaíba), uma unidade em Paulista/Recife (Faculdade Decisão) e uma unidade em Vitória da Conquista/Bahia (Faculdade Juvêncio Terra).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados será apresentada iniciando-se pela análise da governança corporativa nas instituições de ensino superior. Em seguida, apresenta-se a análise econômico-financeira, seguida da análise de mercado e, por fim, a análise de desempenho acadêmico das instituições.

4.1 Análise da Governança Corporativa nas Instituições de Ensino Superior

As práticas de governança adotadas pelas IES investigadas foram identificadas com base na análise dos seus estatutos e contratos judiciais, com o objetivo de compará-las com as práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e pela CVM. Com os resultados da análise sobre as práticas de governança, será feito um paralelo com as recomendações de GC ditadas pela CVM, que guardam similaridade com as recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, identificadas como oito dimensões, ou oito Ps da governança corporativa utilizadas por Andrade e Rossetti (2012) conforme a Fig. 1. O Quadro 03 apresenta as boas práticas de governança corporativa segundos as dimensões referidas.

Quadro 3 - As boas práticas de governança corporativa

(continua)

DIMENSÃO	CARACTERÍSTICAS	BOAS PRÁTICAS	INDICADORES
1. Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> Um dos principais atributos que diferenciam as razões de ser da governança corporativa é a estrutura de propriedade nas companhias, bem como o regime legal de sua constituição estatutária. 	A razão essencial da governança corporativa é a coesão societária, a transparência dos atos dos sócios que exercem a gestão ou a entrega da gestão a executivos não proprietários, com o monitoramento de conselhos e outros órgãos corporativos.	<ul style="list-style-type: none"> Guardião de direitos das partes interessadas (shareholders/stakeholders), sistema de relações, sistema de valores, estrutura de poder e sistema normativo através de condutas éticas nas relações internas e externas.
2. Princípios	São as bases éticas da governança corporativa que tem como atributo essencial a universalidade, através dos marcos regulatórios de cada país, para caminhar na homogeneidade pelas exigências do processo de globalização.	Estão presentes nos códigos de boas práticas editados em todas as partes do mundo, formando a base sobre a qual se ergueram os marcos construtivos da governança corporativa.	Fairness, Disclosure, Accountability, Compliance; transferir das características para coluna Indicadores.
3. Propósitos	O propósito fundamental da governança corporativa é o de contribuir para o máximo retorno total de longo prazo dos <i>shareholders</i> . Esse é o objetivo das empresas, claro e legítimo, é harmonizável com interesses legítimos de outros stakeholders.	Reunir-se trimestralmente, com a finalidade de examinar e acompanhar os resultados financeiros e operacionais das IES. Reuniões extraordinárias ocorrerão sempre que necessário. Deliberações por ano civil e registradas em ata.	Maximização do retorno dos investimentos dos <i>shareholders</i> e dos stakeholders.
4. Poder	A estrutura de poder legitimamente definida pelos proprietários é que leva a maior clareza na separação de funções e de responsabilidades dos conselhos corporativos e da direção executiva.	Como regras péticas constitui-se as decisões corporativas de alto impacto e devem ser necessariamente compartilhadas.	Definição e separação de funções e responsabilidades, conselhos corporativos, direção executiva e planejamento das sucessões nos órgãos de governança.

Quadro 3 - As boas práticas de governança corporativa

(conclusão)

DIMENSÃO	CARACTERÍSTICAS	BOAS PRÁTICAS	INDICADORES
5. Processos	Os processos começam pela constituição e pelo empowerment dos conselhos de administração, da direção executiva e do sistema de auditoria – considerados como órgãos chave da governança corporativa.	Direcionamento, homologação e monitoramento: estratégias, operações e resultados.	Gestão de conflitos e de relacionamentos internos e externos.
6. Práticas	Os processos e as práticas andam juntos e são a base das recomendações dos códigos de boa governança, que estabelecem para cada órgão formas adequadas de condução dos negócios e da gestão das companhias.	As boas práticas de governança estabelecem-se no interior de cada um dos processos definidos e seu foco é a gestão de conflitos de agencia, tanto os decorrentes de oportunismo de gestores quanto de grupos majoritários de controle.	Instituição e implementação de sistemas de acompanhamento de riscos e descontinuidades na gestão de conflitos internos e externos.
7. Perenidade	O objetivo ultimo das organizações, salvo em casos excepcionais, é se manterem vivas, atuantes e com participação crescente em seus setores de atividade. Mas em todas as estruturas societárias, o propósito da perenização está presente, movido por grande diversidade de razões.	Um de seus mais visíveis resultados é a permanência saudável da empresa nas cadeias de negócio que participa.	Desenvolvimento de lideranças, gestão eficaz de riscos, tratamento das questões-chave, internas e externas, criação de valor para os shareholders, conciliada com os de outros stakeholders.
8. Pessoas	Em todas os 7Ps precedentes, quaisquer que sejam as dimensões das empresas, o seu regime estatutário e as estruturas societárias, as pessoas são, em síntese, o elemento chave dos sistemas de governança.	Harmonização de interesses: convergência para bons resultados. Postura ética na condução de questões societárias, de negócios e práticas de gestão.	Base dos outros 7 Ps dos legados e das condutas que conduz a perenidade.

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti, 2009, p. 144.

A seguir, apresentam-se as informações disponíveis na CVM e BM&F Bovespa para o público em geral, e, em específico para os *stakeholders* das IES contempladas no presente estudo.

4.2 Dados disponibilizados pelas IES privadas na CVM e BM&F Bovespa sobre Governança Corporativa

Nesta seção, serão apresentadas as informações disponibilizadas pelas IES privadas na CVM, no sentido de prover informações e maior transparência aos *stakeholders*, além de demonstrar a adequação a legislação pertinente e cumprir com os preceitos de governança corporativa.

Salienta-se que, das cinco IES pesquisadas, a GAEC Educação S/A e a SER Educacional disponibilizaram poucas informações na CVM em razão do curto tempo de abertura de capital e decorrente obrigação de disponibilização de informações.

Todas as cinco companhias, Anhanguera Educacional Participações S/A, Estácio Participações S/A, Kroton Educacional, GAEC Educação S/A e Grupo SER Educacional S/A, estão inseridas no nível de Governança Corporativa denominada como Novo Mercado.

A disponibilização de dados pelas instituições de ensino superior na CVM (2014), seguem a seguinte padronização:

1. Acordo de acionistas;
2. Assembleia;
3. Aviso aos acionistas;
4. Aviso aos debenturistas;
5. Calendário dos eventos corporativos;
6. Código de conduta;
7. Comunicado ao mercado;
8. Contratos com partes relacionadas;
9. Dados econômico-financeiros;
10. Demonstrações financeiras padronizadas;
11. Escrituras e aditamento de debêntures;
12. Estatuto social;
13. Fato relevante;
14. Formulário cadastral;
15. Formulário de referência;
16. Formulário de referência - em arquivo;

17. Informações de acordos de acionistas previstas no art. 30, XIX, In 480/09;
18. Informações trimestrais;
19. Plano de opções;
20. Política de divulgação de ato ou fato relevante;
21. Política de negociação das ações da companhia;
22. Prospecto de distribuição pública;
23. Reunião da administração;
24. Valores mobiliários negociados e detidos (art. 11 da Instr. CVM nº 358) (CVM, 2014, s.p.).

Observou-se que a Anhanguera Educacional Participações S/A e a Estácio Participações S/A disponibilizaram informações referentes a vinte três itens, enquanto a Kroton Educacional S/A disponibilizou informações referentes a vinte e dois itens. A SER Educacional S/A disponibilizou informações relativas a vinte itens e a GAE Educacional S/A apresentou informações referentes a dezessete itens.

A fim de analisar as práticas de governança corporativa apresentadas pelas empresas, procedeu-se com a análise dos dados presentes nos itens disponibilizados por cada uma IES nas fontes supracitadas.

4.2.1 Análise da Governança Corporativa da Anhanguera Educacional S/A.

4.2.1.1 Caracterização

A Anhanguera Educacional S/A foi constituída em dez de janeiro de 2001 e foi organizada como companhia de capital aberto no ano de 2003 (POLIZEL; STEINBERG, 2013). A partir do ano de 2004, foi definida como sociedade mantenedora de todas as unidades educacionais como faculdades, centros universitários ou universidade. No ano de 2006 implantou a estrutura de governança corporativa. Posteriormente, foi listada na bolsa de valores BM&F BOVESPA S.A, tendo suas ações ordinárias negociadas no segmento especial denominado de Novo Mercado desde o dia 29 de outubro de 2010 (CVM, 2013; ANHANGUERA, 2014).

Ao final do ano de 2013 a Anhanguera Educacional S/A possuía 70 Campus e mais de 500 Polos, localizados em todos os estados brasileiros e no Distrito Federal (CVM, 2013; ANHANGUERA, 2014).

4.2.1.2 Estrutura de Propriedade e Controle

A Administração da Anhanguera Educacional S/A é formada pelo Conselho de Administração e por sua diretoria estatutária, o conselho fiscal e pelo comitê de auditoria.

A diretoria da Companhia é quem representará legalmente a empresa, sendo responsável pela administração e implantação das diretrizes formuladas pelo conselho de administração. De acordo com as diretrizes do Estatuto social a diretoria será composta por no mínimo três membros e no máximo dez membros, sendo um diretor presidente, um Diretor Vice Presidente Financeiro, um Diretor de Relações com Investidores, e os demais sem qualificação privativa, ressalvando as atribuições conferidas pelo Conselho de Administração que serão eleitos pelo Conselho de Administração para um mandato de três anos, permitida a sua reeleição. A diretoria pode ser destituída a qualquer tempo pelo conselho que os elegeu (ANHANGUERA, 2014).

O estatuto ainda prevê que a ausência ou impedimento de qualquer membro da Diretoria por período ininterrupto superior a 45 (quarenta e cinco) dias, exceto se autorizada pelo Conselho de Administração, ensejará o fim do respectivo mandato (ANHANGUERA, 2014).

4.2.1.3 Práticas de Governança

A Anhanguera Educacional S/A celebraram no ano de 2007 um contrato com a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), de acordo com os padrões exigidos pelos agentes do Mercado de Capitais, aderindo ao denominado Nível dois de GC. Assim, comprometeu-se em todas as suas atividades com as práticas de excelência da governança.

Em Julho de 2008 aderiu ao Novo Mercado e criou os Comitês de Auditoria, de Administração do Plano de Opções de Compra de Ações (*Stock Option Plan*) e de Ensino, todos em suporte à atuação. Promoveu no ano de 2010 como práticas de governança: (i) a reforma do Estatuto Social; (ii) a criação do Comitê de

Remuneração; (iii) a transparência e a ampla divulgação de informações (publicação de todos os documentos societários simultaneamente em português e inglês no *Web site* de Relações com Investidores); e (iii) a criação da área de Auditoria e Controles Internos.

A partir de 2011, com a pulverização do capital (80% do *free float*), decidiu adotar práticas de governança, entre as quais se destacam: (i) adoção do voto a distância, por meio do sistema Assembleias Online, com o objetivo de facilitar e aumentar a participação dos acionistas nas Assembleias; (ii) disponibilizar o Manual do Acionista para participação nas Assembleias Gerais e (iii) criar área interna direcionada para as práticas de governança corporativa e *compliance*.

Foi instituído no ano de 2012 um portal de governança corporativa com o intuito de funcionar como canal direto de comunicação entre seus administradores, membros do Conselho Fiscal, Comitês de Auditoria e de Gente e Gestão. As informações são disponibilizadas de forma segura, apresentando os atos societários, as pautas de reuniões e notícias relevantes, além de funcionar como um repositório de dados para consultas, permitindo aos interessados discutir assuntos por meio de um *chat*, debater e/ou reunir, propor e votar assuntos e textos. Ainda no ano de 2012, a Estácio Participações se associou ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG).

Assim, pode-se perceber a evolução formal da Anhanguera Educacional S/A quanto às práticas de Governança Corporativa.

4.2.1.3.1 Transparência

A Anhanguera Educacional disponibiliza informações sobre 23 dos 24 itens selecionados dentre as recomendações sobre a Governança Corporativa da CVM e do IBGC, representando um índice de 95,83%, o maior índice de informações disponibilizadas entre as cinco IES pesquisadas. Este índice foi atribuído a partir do ano 2009 a 2013. O único item que não é disponibilizado pela Anhanguera Educacional S/A é o formulário cadastral.

Outra forma de permitir maior transparência sobre as deliberações é o Estatuto da AEP S/A em seu capítulo II, artigo 6º, parágrafo terceiro, determina que,

todos os documentos a serem analisados ou discutidos em Assembleia Geral serão disponibilizados aos acionistas da Companhia na BM&FBOVESPA, bem como na sede social, a partir da data da publicação do primeiro edital de convocação referido no § 1º do art. 6º.

O Estatuto ainda prevê que,

A assembleia geral reunir-se-á ordinariamente, a cada ano, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social e, extraordinariamente, quando os interesses sociais exigirem, mediante convocação na forma da lei. que será instalada e presidida pelo Presidente do Conselho de Administração e, na sua ausência, pelo Vice-Presidente do Conselho de Administração ou, na ausência deste, por qualquer outro membro do Conselho de Administração ou Diretor da Companhia, cabendo ao Presidente da Assembleia Geral escolher o Secretário da Mesa.

A forma de convocação da Assembleia cumpre a legislação vigente e parcialmente as recomendações das boas práticas de GC. A Pauta da Assembleia deve incluir matérias consideradas importantes, e a recomendação da cartilha foi considerada como atendida.

O Prazo de convocação da Assembleia adotado pela Anhanguera Educacional Participações S/A é realizado com antecedência de no mínimo quinze dias em primeira convocação e no mínimo oito dias em segunda convocação. Conforme previsto no estatuto social da AEP S/A, será dispensada o prazo de convocação, caso seja verificada a totalidade dos acionistas na assembleia geral.

O Processo de votação é descrito no Estatuto social da AEP S/A de forma clara, bem como as diretrizes necessárias para voto e representação de conselheiros na assembleia, também em consonância às recomendações ditadas pela CVM.

Nesse sentido, conclui-se que há transparência quanto à forma de disponibilização das informações pela AEP S/A.

4.2.1.3.2 Estrutura e responsabilidade do Conselho de Administração

O Estatuto Social (ES) da Anhanguera Educacional S/A prevê a existência de um conselho de administração que é o órgão de deliberação colegiada com a premissa de formular e implantar as políticas e diretrizes gerais de negócios. São responsáveis por designar e supervisionar o desempenho dos diretores e, também, pela contratação dos auditores independentes.

De acordo com a CVM é necessário que haja entre cinco e nove conselheiros, sendo que 20% de seus membros deverão ser conselheiros independentes.

Os conselheiros de administração são eleitos em uma assembleia geral ordinária, sendo permitida a sua reeleição e podendo ser destituídos pelos acionistas da companhia a qualquer tempo. O conselho é formado por um presidente; um vice-presidente; quatro membros e; um membro independente.

De acordo com o Estatuto Social da Anhanguera Educacional Participações S/A, que trata do conselho de administração, em seu capítulo IV, Seção I:

Art. 9º. O Conselho de Administração, eleito em Assembleia Geral, será composto de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 9 (nove) membros, dos quais um será nomeado Presidente e outro será o Vice-Presidente.

§ 1º. No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração deverão ser Conselheiros Independentes. Quando em decorrência da observância do percentual acima, resultar número fracionário de conselheiros, proceder-se-á ao arredondamento para o número inteiro: (i) imediatamente superior, quando a fração for igual ou superior a 0,5 (cinco décimos); ou (ii) imediatamente inferior, quando a fração for inferior a 0,5 (cinco décimos).

§ 2º. Para fins deste Estatuto Social, "Conselheiro Independente" caracteriza-se por: (i) não ter vínculo com a Companhia, exceto participação no capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos três anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos três anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controladas pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente

No ano de 2007 e 2008 o conselho de administração da Anhanguera Educacional S/A era formado por um presidente, um vice-presidente e três membros para um mandato de um ano. No ano de 2009, a partir de sua inserção no nível de governança corporativa novo mercado, ocorre uma remodelação no conselho de administração, que passa a ser formado por um presidente, um vice-presidente, quatro membros, e um membro independente para um mandato de dois anos.

Neste sentido, as funções do Conselho da Anhanguera Educacional Participações S/A está em consonância com as recomendações das boas práticas de GC.

Embora o Estatuto seja omissivo quanto à capacitação dos conselheiros, todos os conselheiros possuem curso superior completo em distintas áreas de formação e são eleitos para um mandato de dois anos.

O Estatuto Social da Anhanguera Educacional Participações S/A, ainda prevê detalhadamente como deve funcionar o conselho, determinando, também a possibilidade de criação de comitês de assessoramento com o objetivo de auxiliar os membros do Conselho de Administração. Outorga, ainda, ao conselho de administração a possibilidade de criação das normas aplicáveis aos comitês, incluindo a composição, funcionamento e, no caso de terceiros indicados pelo Conselho de Administração, a possibilidade de definir sua remuneração.

4.2.1.3.3 Proteção aos minoritários

Com o objetivo de proteger os acionistas minoritários, as decisões relevantes deverão ser tomadas pela maioria dos conselheiros AEP S/A, o que sugere a conformidade com as recomendações da CVM e do IBGC.

As transações entre partes relacionadas, segundo recomendação da CVM, no caso da AEP S/A entre mantidas e mantenedora estão claramente evidenciadas nas demonstrações contábeis.

Há no estatuto da AEP S/A a previsão de um juízo arbitral com o objetivo de dirimir divergências entre conselheiros e/ou sócio, de acordo com a recomendação da CVM e do IBGC.

4.2.1.3.4 Auditoria e Demonstrações Financeiras

Como forma de controle, dentre um conjunto de recomendados da CVM, sugere-se, trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, as empresas divulguem relatório preparado pela administração com discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco internos e externos a que está sujeita a empresas. Na Anhanguera Educacional Participações S/A isto ocorre anualmente. Contudo, o Conselho de Administração poderá determinar o levantamento de balanço semestral ou em períodos menores, respeitados os preceitos legais, e aprovar a distribuição de dividendos com base nos lucros apurados.

O Conselho Fiscal da Companhia não é permanente, entretanto, pode ser instalado a qualquer ano fiscal. É um órgão independente da administração e da auditoria externa de acordo com a CVM (2013). Sua principal atribuição consiste no dever de fiscalizar os atos dos administradores e avaliar as demonstrações financeiras, narrando suas ressalvas aos acionistas. A partir do ano de 2013, a Anhanguera Educacional S/A publicou que possui um Conselho Fiscal instalado, formado por três membros efetivos e três membros suplentes.

Tal composição está em consonância com a boa prática que recomenda que haja entre três e cinco membros do conselho fiscal.

Quanto ao relacionamento com o auditor, a CVM recomenda que haja um comitê de auditoria composto por membros do Conselho de Administração com experiência na área de finanças. Cabe ao Comitê de Auditoria da Anhanguera Educacional S/A a supervisão sobre como a Administração:

supervisiona o cumprimento das políticas e métodos de gerenciamento de riscos, e revisa a adequação da estrutura de gerenciamento de risco em relação aos riscos enfrentados pela Companhia. O Comitê de Auditoria é

assistido no seu papel de supervisão pela Auditoria Interna (CVM, 2013, p.12).

No que tange a função da auditoria Interna, seu objetivo consiste em realizar tanto as revisões regulares quanto as revisões de controles e procedimentos de gerenciamento de risco, sendo que os resultados são repassados ao Comitê de Auditoria (CVM, 2013).

4.2.1.4 Análise de indicadores acadêmicos

O Índice Geral de Cursos (IGC) é um índice calculado desde o ano 2007, avaliados da Instituição é um indicador de que mensura a qualidade das instituições de educação superior.

Este índice foi calculado nos anos 2007/2008 e 2009 conjuntamente. A partir do ano de 2010 este índice passou a ser calculado anualmente, considerando: a média dos últimos CPCs disponíveis dos cursos avaliados da instituição no ano do cálculo e nos dois anteriores, ponderada pelo número de matrículas em cada um dos cursos computados; a média dos conceitos de avaliação dos programas de pós-graduação *stricto sensu* atribuídos pela CAPES na última avaliação trienal disponível, convertida para escala compatível e ponderada pelo número de matrículas em cada um dos programas de pós-graduação correspondentes; a distribuição dos estudantes entre os diferentes níveis de ensino, graduação ou pós-graduação *stricto sensu*, excluindo as informações do item II para as instituições que não oferecerem pós-graduação *stricto sensu*.

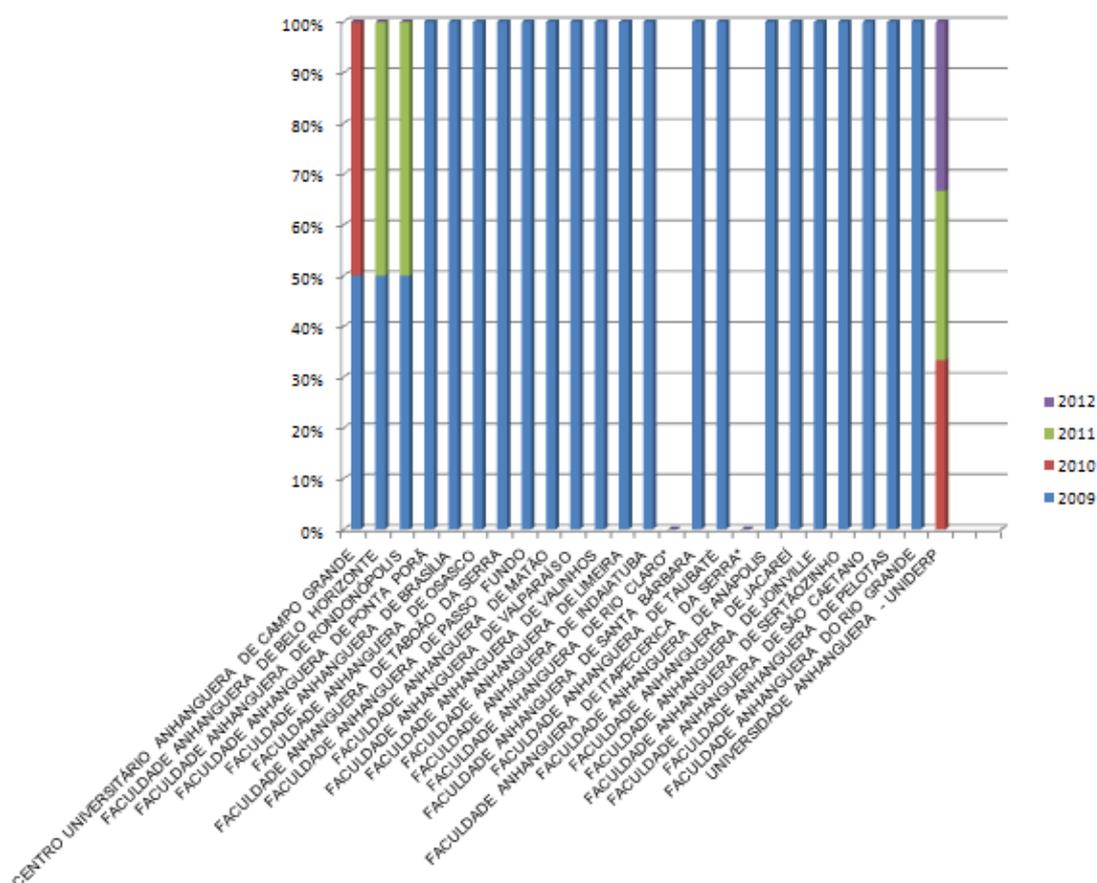
Como o IGC considera o CPC dos cursos avaliados no ano do cálculo e nos dois anos anteriores, sua divulgação refere-se sempre a um triênio, compreendendo assim todas as áreas avaliadas, ou ainda, todo o ciclo avaliativo.

O conceito de ciclo avaliativo foi definido no Art. 33 da Portaria Normativa nº 40 de 12 de dezembro de 2007. Ele compreende a realização periódica de avaliação de instituições e cursos superiores, com referência nas avaliações trienais de desempenho de estudantes, as quais subsidiam, respectivamente, os atos de credenciamento e de renovação de reconhecimento.

e) Análise de Indicadores Acadêmicos Anhanguera Educacional apresenta resultados de avaliação de curso desde 2007.

O Índice Geral de Cursos (IGC) da Anhanguera no ano de 2011, obteve o conceito 3 em sua maioria. Este índice é considerado bom, uma vez que o índice varia de 1 (muito fraco) a 5 (muito alto). O índice é o resultado da avaliação de aspectos como organização didático-pedagógica, corpo docente e instalações. No GRAF.1 estão dispostas as Universidades, Centros Universitários e Faculdades que receberam este conceito.

Gráfico 1 - Conceito do Índice Geral de Cursos (IGC) da Anhanguera Educacional no período compreendido entre os anos 2009 a 2012



Fonte: INEP, 2012.

A Faculdade Anhanguera de Caxias do Sul (Facs) foi a única faculdade pertencente ao grupo que foi considerada sem conceito. Entretanto, faculdades como Anhanguera de Itapeçerica e Faculdade Anhanguera de Jacareí, receberam o conceito quatro no ano de 2011 (INEP, 2012).

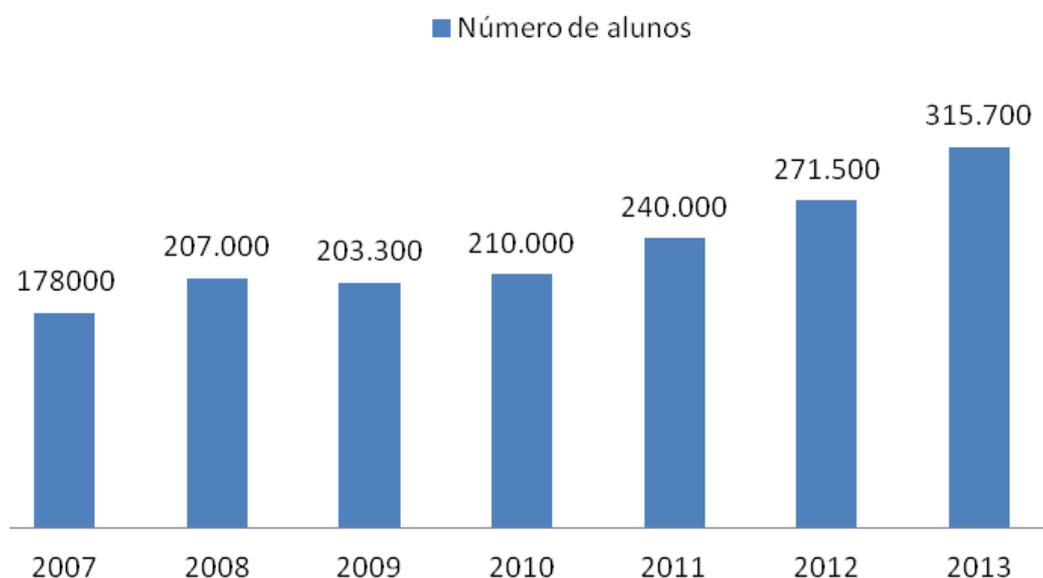
4.2.1.4.1 Cursos ofertados

A Anhanguera apresentou estatísticas desde 1996 quando ofertava apenas dez cursos de graduação. Em 2001, início do período de nossa análise, já eram ofertados vinte cursos. Em 2006, o total de cursos oferecidos são quarenta e seis, sendo trinta e nove de graduação e sete de pós-graduação, nestes incluídos quatro mestrados.

4.2.1.4.2 Alunos

A Anhanguera Educacional S/A contava no ano 2007 com 178.000 alunos. No ano de 2008 este número elevou-se para 207.000, posteriormente para 203.300, 210.000, 240.000, 271.500 e no ano de 2013, esse número atingiu a marca de 315.700 alunos. O que pode ser observado na GRAF. 2.

Gráfico 2 - Evolução do número de alunos entre os anos 2007 e 2013



Fonte: CVM, 2014

4.2.1.4.3 Professores

Os dados referentes aos números de professores da Anhanguera Educacional não estão demonstrados de forma clara nos relatórios anuais da CVM. O que indica que este quesito está em desacordo com as normas da CVM e do IBGC.

4.2.2 Análise da Governança Corporativa na Estácio Participações S/A.

4.2.2.1 Caracterização

A Estácio Participações S/A surgiu em julho de 2007, com a implantação da estrutura de Governança Corporativa e a abertura de capital na BM&F BOVESPA e os sócios fundadores associados à *GP Investments* (CVM, 2014). É mantida por quatro instituições mantenedoras sob seu controle direto ou indireto, organizadas sob o formato de sociedades empresariais de responsabilidade limitada.

4.2.2.2 Estrutura de Propriedade e Controle

A Estácio Participações S/A é uma empresa de capital aberto no segmento educacional. Seu Estatuto Social prevê a existência de um Conselho Diretor eleito pelo Conselho de Administração para um mandato de dois anos e é permitida a sua reeleição, podendo permanecer no cargo até a eleição e posse de seus sucessores. A diretoria será composta de no mínimo de três e máximo de oito diretores, sendo um Diretor Presidente, um Diretor Financeiro, um Diretor de Ensino e os demais Diretores sem denominação específica. Dentre as exigências, há o imperativo de um dos diretores ser eleito ou acumular o cargo de Diretor de Relações com investidores, devendo tal conjuntura constar da respectiva ata do Conselho de Administração que deliberar sobre a eleição dos membros da Diretoria.

Para investidura no cargo de Diretor é obrigatório a assinatura de termo de posse lavrado no livro de atas de reuniões da diretoria, a posse está condicionada à prévia subscrição do Termo de Anuência dos Administradores previsto no Regulamento do Novo Mercado e às Políticas de Divulgação de Ato ou Fato Relevante e de Negociação de Valores Mobiliários adotados pela Companhia, em conformidade com a Instrução CVM nº 358, de 22 de janeiro de 2002.

4.2.2.3 Práticas de Governança

A Estácio Participações S/A celebrou no ano de 2007 um contrato com a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), de acordo com os padrões exigidos pelos agentes

do Mercado de Capitais, aderindo ao denominado Nível dois de GC. Assim, comprometeu-se em todas as suas atividades com as práticas de excelência da governança.

Em Julho de 2008 aderiu ao Novo Mercado e criou os Comitês de Auditoria, de Administração do Plano de Opções de Compra de Ações (*Stock Option Plan*) e de Ensino, todos em suporte à atuação. Promoveu no ano de 2010 como práticas de governança: (i) a reforma do Estatuto Social; (ii) a criação do Comitê de Remuneração; (iii) a transparência e a ampla divulgação de informações (publicação de todos os documentos societários simultaneamente em português e inglês no *Web site* de Relações com Investidores); e (iii) a criação da área de Auditoria e Controles Internos.

A partir de 2011, com a pulverização do capital (80% do *free float*), decidiu adotar práticas de governança, entre as quais se destacam: (i) adoção do voto a distância, por meio do sistema Assembleias Online, com o objetivo de facilitar e aumentar a participação dos acionistas nas Assembleias; (ii) disponibilizar o Manual do Acionista para participação nas Assembleias Gerais e (iii) criar área interna direcionada para as práticas de governança corporativa e *compliance*.

Foi instituído no ano de 2012 um portal de governança corporativa com o intuito de funcionar como canal direto de comunicação entre seus administradores, membros do Conselho Fiscal, Comitês de Auditoria e de Gente e Gestão. As informações são disponibilizadas de forma segura, apresentando os atos societários, as pautas de reuniões e notícias relevantes, além de funcionar como um repositório de dados para consultas, permitindo aos interessados discutir assuntos por meio de um *chat*, debater e/ou reunir, propor e votar assuntos e textos. Ainda no ano de 2012, a Estácio Participações se associou ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Ibcg).

Diante do contexto apresentado, foi possível perceber a evolução da Estácio Participações S/A quanto às práticas de Governança Corporativa.

4.2.2.3.1 Transparência

A Estácio Participações S/A disponibiliza informações sobre 23 dos 24 itens selecionados dentre as recomendações sobre a Governança Corporativa da CVM e do IBGC, representando um índice de 95,83%, o segundo maior índice de informações disponibilizadas. Este índice foi atribuído a partir do ano 2007 a 2013. O único item que não foi disponibilizado é o aviso aos debenturistas.

Outra forma de promover a transparência sobre os seus atos é a convocação da Assembleia que cumpre a legislação vigente e as recomendações das boas práticas de GC. Sendo que na pauta da Assembleia devem ser incluídas matérias consideradas importantes, neste quesito, a recomendação da cartilha foi considerada como atendida.

O Prazo de convocação da Assembleia adotado pela Estácio Participações S/A é realizado com antecedência de no mínimo quinze dias em primeira convocação e no mínimo oito dias em segunda convocação. Caso verse sobre o cancelamento ou saída da Companhia do Novo Mercado, a primeira convocação deve obedecer o prazo de trinta dias de antecedência e a segunda convocação quinze dias. A data e a hora não devem impedir o acesso dos conselheiros. Assim, a Estácio não cumpre a recomendação da CVM quanto ao prazo de trinta dias de antecedência para convocação de assembleia, exceto em casos que versem sobre cancelamento ou saída da Companhia do Novo Mercado, entretanto, está em consonância com as recomendações da Lei de S/A.

O Processo de votação é apresentado no Estatuto social da Estácio Participações de forma clara, as diretrizes necessárias para voto e representação de conselheiros na assembleia também estão em consonância às recomendações ditadas pela CVM.

4.2.2.3.2 Estrutura e responsabilidade do Conselho de Administração

O Conselho de Administração da Estácio Participações S/A é composto por sete membros, quatro destes independentes, atendendo as recomendações da CVM que

sugere que haja entre cinco e nove conselheiros e que 20% dos membros de acordo com o Estatuto Social da Estácio deverão ser conselheiros independentes.

As funções do Conselho da Estácio participação S/A estão em consonância com as recomendações das boas práticas de GC e de acordo com o parágrafo 6º do artigo 14 do Estatuto Social, os conselheiros não podem:

- i) Possuir qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital;
- ii) Não ser acionista controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 03 (três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao acionista controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição);
- iii) Não ter sido, nos último 03 (três) anos, empregado ou diretor da Companhia, do acionista controlador ou de sociedade controlada pela Companhia;
- iv) Não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência;
- v) Não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência;
- vi) Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia;
- vii) Não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição). Conselheiros eleitos mediante a faculdade prevista no artigo 141, parágrafos 4º e 5º da Lei das Sociedades por Ações também são considerados conselheiros independentes.

Embora o Estatuto seja omissivo quanto a capacitação dos conselheiros, todos os conselheiros possuem curso superior completo em distintas áreas de formação e são eleitos para um mandato de dois anos.

O Estatuto Social da Estácio de Sá Participações S/A prevê detalhadamente como deve funcionar o conselho, determinando, também a possibilidade de criação de comitês de assessoramento com o objetivo de auxiliar os membros do Conselho de Administração. Ainda, outorga ao conselho de administração a possibilidade de criação das normas aplicáveis aos comitês, incluindo a composição e funcionamento

e, no caso de terceiros indicados pelo Conselho de Administração, definir sua remuneração.

O Conselho de Administração será composto de um Presidente e um Vice-Presidente, nomeados pela pluralidade de votos na primeira reunião após a posse de seus membros ou sempre que houver vacância dos cargos.

4.2.2.3.3 Proteção aos minoritários

As decisões relevantes são decididas pela maioria dos conselheiros da Estácio Participações S/A, o que está em consonância com a recomendação da CVM e do IBGC.

As transações entre partes relacionadas, como recomenda a CVM, entre mantidas e mantenedora, estão claramente refletidas nas demonstrações contábeis.

De acordo com o Estatuto Social da Estácio Participações S/A a Companhia está vinculada à arbitragem junto da Câmara de Arbitragem do Mercado o que se enquadra nas recomendações da CVM e do IBGC.

4.2.2.3.4 Auditoria e Demonstrações Financeiras

Discussão e análise da administração – a CVM recomenda que, trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, as empresas divulguem relatório preparado pela administração com discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco internos e externos a que está sujeita a empresas. Na Estácio isto ocorre anualmente.

A instalação do Conselho Fiscal da Estácio Participações S/A está previsto no ano Estatuto Social, seu funcionamento tem caráter não permanente exercendo um mandato de um ano, com atribuições e poderes previstos na Lei 6.404/76 e eleitos pela Assembleia Geral. Instalam-se somente nos exercícios sociais em que for solicitado por acionistas detentores do percentual de participação fixado por Lei.

A partir do ano de 2008 a Companhia instituiu um Conselho Fiscal formado por três membros independentes, sendo um deles apontado pelos acionistas minoritários. A partir de 2009 o Conselho Fiscal passou a ser composto por três membros efetivos e seus suplentes.

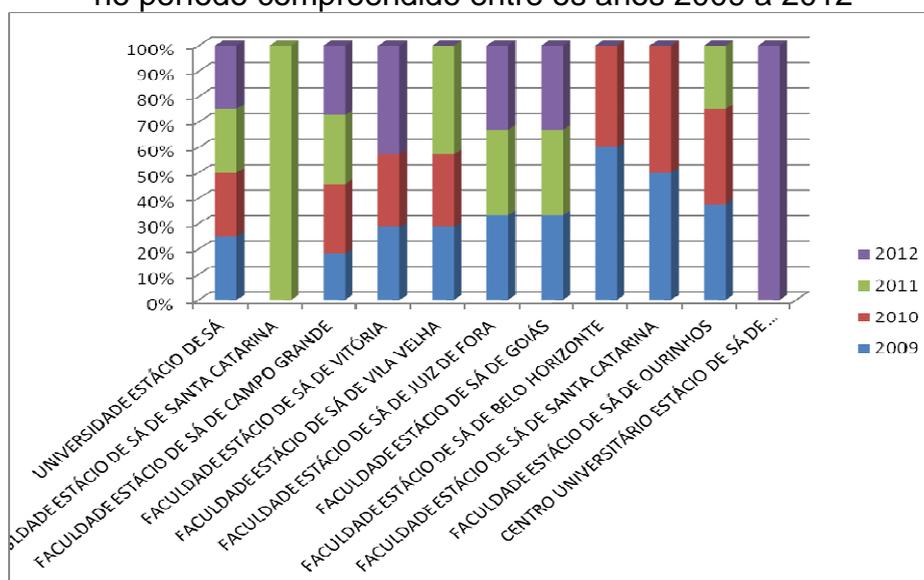
4.2.2.4 Análise de indicadores acadêmicos

A análise dos indicadores acadêmicos da Estácio Participações S/A, apresenta resultados de avaliação a partir do ano de 2009.

Esclarece-se que o Índice Geral de Cursos (IGC) da Estácio Participações S/A em todos os anos obteve em sua maioria o conceito 3 (três). Este índice é considerado bom, uma vez que o IGC varia do conceito 1 (um) (muito fraco) ao conceito 5 (cinco) (muito alto). O índice avalia aspectos como organização didático-pedagógica, corpo docente e instalações.

Estão dispostos no GRAF. 3, os conceitos referentes a Universidade Estácio de Sá, Faculdades Estácio de S/A e o Centro Universitário Estácio de Sá, referente aos anos 2009 a 2012. A Universidade Estácio de Sá obteve o índice 3 (três) em todos os anos pesquisados.

Gráfico 3 - Conceito do Índice Geral de Cursos (IGC) da Estácio Participações S/A no período compreendido entre os anos 2009 a 2012



Fonte: INEP, 2012.

No que tange as Faculdades, todas também em sua maioria foram classificadas com o índice 3 (três) e, o Centro Universitário Estácio de Sá Santa Catarina, nos anos 2009, 2010, 2011, obteve o índice 0 (zero), entretanto, no ano de 2012 foi avaliada com o índice 3 (três).

4.2.2.4.1 Cursos ofertados

A Estácio Participações apresentou estatísticas desde o ano de 2007, entretanto, as informações referentes ao primeiro ano não são claras quanto ao número de cursos ofertados, as informações dão conta de revisão das grades curriculares de 43 cursos de graduação (bacharelado e licenciatura) e de 56 cursos de graduação tecnológica. Informam, ainda, a autorização para oferta de vinte quatro novos cursos nos centros universitários de Salvador (BA) e São Paulo (SP), o reconhecimento de dezessete cursos de graduação tradicional e doze cursos de graduação tecnológica.

As informações referentes ao ano de 2008, mantiveram a obscuridade sobre quantos cursos são ofertados pela instituição, apresentando apenas a informação referente a autorização do Ministério da Educação (MEC) para a criação de trinta e cinco cursos em quatorze faculdades do grupo. Autorização de vinte e um cursos nos Centros Universitários Radial e Centro Universitário da Bahia (FIB) e o reconhecimento pelo MEC de quinze cursos de graduação tradicional e seis de graduação tecnológica.

No ano de 2009 as informações relevantes referem-se a atualização dos currículos dos 41 principais cursos foram nacionalmente atualizados e integrados às demandas do mercado de trabalho.

No ano de 2010 não são apresentadas informações sobre o número de cursos ofertados. Entretanto, nos relatórios referente aos anos de 2011, 2012 e 2013 são claras as informações referentes a oferta de cerca de 80 cursos de graduação nas áreas de Ciências Exatas, Ciências Biológicas e Ciências Humanas, em graduação tradicional e tecnológica, tendo os currículos nacionalmente integrados. Ainda, há informações sobre a oferta de cursos de pós-graduação *lato sensu* e *stricto sensu* (mestrado, doutorado) e extensão.

4.2.2.4.2 Alunos

No ano de 2007 a Estácio Participações S/A contava com 178.000 mil alunos, no ano de 2008 esse número elevou-se para 207.000 mil alunos, em 2009 houve uma redução de 6,9% no número de alunos em relação ao ano de 2008, totalizando 203,3 mil alunos. Em 2010 o número de alunos volta a subir chegando a 210.000 mil alunos, sendo que 183.800 mil alunos são oriundos de cursos presenciais. O ano de 2011 o número de alunos volta a subir chegando a 240.000 mil alunos e no ano de 2012 275.1 mil alunos, incluídos os alunos de pós graduação *lato sensu e strictu sensu* e os cursos de extensão.

4.2.2.4.3 Professores

A Estácio Participações S/A contava no ano de 2006 com um total de 580 professores. No ano de 2007 o seu quadro docente reduziu para 232 professores e, encerrou 2009 com 7.649 docentes.

Em relação a 2008, em função principalmente da reestruturação de processos internos e centralização de atividades administrativas, houve uma redução de 1.187 colaboradores. No ano, a Estácio pagou o equivalente a R\$ 571 milhões em folha de pagamento e encargos sociais, bem como investiu fortemente na capacitação de seus professores com a continuidade do Programa de Qualificação de Docentes (PIQ) com aproximadamente 5.000 mil participações, e treinamentos administrativos com mais de 9.000 mil participações. Destaca-se a implementação das primeiras turmas de Trainees, o programa de pós-graduação para formação de futuros gestores da instituição de ensino e o primeiro Fórum Anual de Docentes.

4.2.3 Análise dos dados da GAEC Educação S/A

4.2.3.1 Caracterização

O Grupo Anima Educação S/A (GAEC Educação), uma das maiores instituições de educação superior privada do Brasil. Iniciou suas atividades em 2003, quando foi

adquirido da Minas Gerais Educação Ltda., mantenedora do Centro Universitário UNA em Belo Horizonte.

Desde abril de 2012, o grupo Anima passa a ser administrado pelo BR Educacional FIP, investidor financeiro na área de educação.

4.2.3.2 Estrutura de Propriedade e Controle

A Administração do grupo Anima S/A é formado pelo Conselho de Administração, e por uma Diretoria. De acordo com as diretrizes do Estatuto social, previstas no art. 10, § único, os cargos do Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente ou principal executivo da Companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa, com exceção do disposto do Regulamento Novo Mercado.

A Diretoria do Grupo Anima S/A, será composta por, no mínimo, quatro e no máximo seis membros eleitos para um mandato unificado de dois anos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, sendo um Diretor Presidente; (b) um Diretor Financeiro; c) um Diretor de Operações; d) um Diretor de Novos Negócios; e) um Diretor de Relação com Investidores e os demais Diretores com os cargos e atribuições definidos pelo Conselho de Administração, podendo haver acumulação de cargos (GAEC, 2014). Para ser indicado à função de diretoria é imperativo: (i) ter reputação e moral ilibada; e (ii) apresentar comprovada competência técnica para o desempenho de suas funções e experiência acentuada no mercado em atividades idênticas.

4.2.3.3 Práticas de Governança Corporativa

A GAEC Educação S.A. foi constituída em 03 de dezembro de 2007, é uma sociedade anônima de capital aberto registrada na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BMF&BOVESPA S.A.), sob o código ANIM3 que tem por objeto a participação direta e indireta no capital de empresas que atuam. No ano de 2013, seu registro foi aprovado junto à CVM na categoria novo mercado, passando a operar no mercado de ações pela BM&F Bovespa.

4.2.3.3.1 Transparência

A GAEC S/A disponibiliza informações sobre 17 dos 24 itens selecionados dentre as recomendações sobre a Governança Corporativa da CVM e do IBGC, representando 70,83 %, o menor índice de informações disponibilizadas. Este índice foi atribuído a entre os anos 2007 a 2013. Os itens que não foram disponibilizados são: o aviso aos acionistas, aviso aos debenturistas; contratos com partes relacionadas; escrituras e aditamento de debêntures; formulário de referência em arquivo; informações de acordos de acionistas previstas no art. 30, XIX, In 480/09 e o plano de opções

Outra forma de promover a transparência é por meio das assembleias Gerais ordinárias que realizam conforme o estabelecido no estatuto, uma vez por ano, respeitando o prazo de quatro meses subsequentes ao encerramento do exercício social e sempre que for necessário.

A forma de convocação da Assembleia cumpre o disposto nos art. 123 a 125 da Lei das Sociedades por Ações. O art. 124, II, especifica que nas companhias abertas as assembleias deverão respeitar em primeira convocação o prazo de antecedência 15 dias e oito dias em segunda convocação. A Pauta da Assembleia devem incluir matérias consideradas importantes.

O Processo de votação é apresentado no Estatuto social GAEC/SA de forma clara, as diretrizes necessárias para voto e representação de conselheiros na assembleia também estão em consonância às recomendações ditadas pela Lei de S/A.

4.2.3.3.2 Estrutura de responsabilidade do Conselho de Administração

A composição do Conselho de Administração é formada por, no mínimo, cinco e, no máximo, sete membros efetivos, sendo 20% conselheiros independentes (GAEC, 2014, p. 6). Todos os membros deverão ser eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de dois anos e podendo se reeleger, como observa o disposto no Artigo 12 do Estatuto Social.

De acordo com o art. 12,

§ 3º - O Presidente e o Vice-Presidente do Conselho de Administração serão indicados pelos membros eleitos para o Conselho de Administração na primeira reunião subsequente à sua posse. O Presidente do Conselho de Administração, ou em caso de sua ausência ou impedimento temporário, o Vice-Presidente, será responsável pela convocação e pela presidência das reuniões do Conselho de Administração.

§ 4º - No caso de impedimento ou ausência temporária do Presidente do Conselho de Administração, este será substituído pelo Vice-Presidente. Caso verificado também o impedimento ou ausência temporária do Vice-Presidente a substituição caberá a qualquer outro membro do Conselho de Administração, escolhido na ocasião pela maioria simples dos Conselheiros presentes, o qual poderá praticar todos os atos que caberiam ao Presidente do Conselho de Administração, enquanto perdurar o impedimento ou ausência.

§ 5º - Em caso de vacância do cargo, por falecimento, renúncia ou impedimento por tempo prolongado ou permanente de Conselheiro, este será substituído pelo respectivo suplente, se houver. Caso haja vacância dos cargos do Conselho de Administração, por falta do titular ou do Suplente, a Assembleia Geral será convocada para eleger os novos Conselheiros em até 5 dias verificação da vacância.

§ 6º - Qualquer membro do Conselho de Administração temporariamente impedido ou conflitado poderá ser substituído, mesmo que em caráter temporário, por seu respectivo suplente, se houver.

Salienta-se que não haverá suplentes para os conselheiros independentes, e é permitido que 1/3 dos conselheiros de administração se elejam para cargos de diretoria.

4.2.3.3.3 Proteção aos minoritários

As decisões relevantes são decididas pela maioria dos conselheiros da GAEC S/A, o que está em consonância com a recomendação da CVM e do IBGC.

As transações entre partes relacionadas, como recomenda a CVM, entre mantidas e mantenedora, estão claramente refletidas nas demonstrações contábeis.

De acordo com o Estatuto Social da GAEC S/A a Companhia está vinculada à arbitragem junto da Câmara de Arbitragem do Mercado o que se enquadra nas recomendações da CVM e do Ibcg.

4.2.3.3.4 Auditoria e demonstrações financeiras

Discussão e análise da administração: O IBGC recomenda a existência de um comitê de auditoria que seja responsável pela supervisão da área financeira, determinando que a diretoria promova controles internos que sejam confiáveis e independentes (IBGC, 2009).

Cabe a Auditoria Interna averiguar com independência e transparência as suas atribuições e aos auditores independentes cabe revisar e consolidar, a imparcialidade dos dados das práticas da Auditoria Interna. O comitê deve, ainda, zelar pela execução dos preceitos do Código de Conduta e ética da organização.

A GAEC S/A de acordo com o seu estatuto deve possuir um Conselho Fiscal não permanente composto por, no mínimo 3 (três) e no máximo 5 (cinco) membros e seus respectivos suplentes, eleitos pela Assembleia Geral que deliberar sua instalação, fixando também a remuneração de seus membros, respeitado o limite legal. O Conselho Fiscal poderá ser instalado nos exercícios sociais em que houver solicitação dos acionistas, em conformidade com as disposições da Lei das Sociedades por Ações aplicáveis e do IBGC. Sendo que sua posse será determinada pela assinatura de termo de anuência dos membros respectivo em livro próprio e do regulamento no novo mercado.

O Conselho Fiscal deve reunir-se regular e separadamente com seus membros para analisar as demonstrações contábeis.

4.2.3.4 Análise dos indicadores acadêmicos

De acordo com os dados divulgados na CVM, o IGCs da GAEC S/A elevou-se em todas as nossas instituições desde o ano de 2008, ocasião em que iniciou as pesquisas divulgadas pelo MEC. Na última avaliação a companhia conquistou o 1º e 2º lugares entre os melhores centros universitários de Belo Horizonte com a UNA e o UniBH, quando obteve a nota nota 2,72 e 2,50, respectivamente. Com relação a Unimonte, esta IES evoluiu de modo relevante, saindo do índice 1,91 no ano de

2008 para o índice 2,21, obtido na avaliação realizada no ano de 2011 e 2,39 em 2012.

No Conceito Preliminar de Curso (CPC), a GAEC S/A apresentou crescimento médio de 7,5%, alcançando 2,59 no ano de 2012, comparando à média de 2,41 alcançada no último ciclo de avaliação do mesmo grupo de cursos em 2009. Com isso, o CPC alcançado pela GAEC S/A ficou maior ou igual a 3, elevando-se de 87% para 91% em comparação aos ciclos de 2009 e de 2012.

4.2.3.4.1 Cursos ofertados

A GAEC S/A oferta mais de 60 cursos de graduação nas áreas de Ciências agrárias; Ciências biológicas; Ciências exatas e da terra; Ciências humanas; Ciências sociais aplicadas; Engenharias; Linguística; letras e artes. Mais de cem cursos de graduação à distância. Os cursos de graduação tecnológica, Pós-graduação Lato Sensu e Pós-graduação Strictu Sensu, além dos cursos técnicos ofertados pelo Pronatec.

4.2.3.4.2 Alunos

No segundo semestre de 2013 a GAEC S/A possuía 43,4 mil alunos nos cursos de graduação, apresentando um crescimento de 25% em relação ao mesmo período do ano 2013. Em 2014, o número de alunos nos cursos de graduação presencial, elevou-se para 57,7 mil alunos, com destaque para 5,4 mil alunos oriundos do Pronatec e os 3,8 mil alunos de pós-graduação no segundo trimestre.

4.2.3.4.3 Professores

As informações quanto ao número de professores na GAEC S/A, não é demonstrado nos seus demonstrativos acadêmicos e de mercado, impedindo de mensurar nesta pesquisa.

4.2.4 Análise dos dados da Kroton Educacional

4.2.4.1 Caracterização

A Kroton Educacional S/A abriu No ano de 2007 o seu capital na BM&FBovespa, Aaderindo ao Nível dois de Governança Corporativa diferenciada (ICG) e o índice de ações com *Tag Along* diferenciado (ITAG). No segundo trimestre de 2007, foi realizada uma reestruturação societária envolvendo a Companhia, sua controlada e sua acionista Kroton Participações Ltda. (Kroton Participações), com o objetivo de adequar suas atividades e em 2009 essa implementação foi aprimorada com a inserção da Advent Internacional.

As *Units* da Kroton estiveram presentes em 100% dos pregões no ano de 2010 e atualmente as *units* da Kroton são acompanhadas por onze diferentes corretoras locais e internacionais.

4.2.4.2 Estrutura de Propriedade e Controle

A Administração da Kroton Educacional S/A é formada pelo Conselho de Administração, podendo ser assessorado por comitês, e à Diretoria. De acordo com as diretrizes do Estatuto social o Conselho de Administração é composto por, no mínimo, cinco e, no máximo, treze membros efetivos, todos eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de dois anos, observado o disposto no Artigo 47 do Estatuto Social, sendo permitida a reeleição.

De acordo com o art. 15,

§ 2, o Conselho de Administração nomeará, dentre seus membros, seu Presidente e seu Vice-Presidente, a eleição deverá ocorrer na primeira reunião após a posse dos Conselheiros ou na primeira reunião seguinte à ocorrência da vacância desse cargo.

§ 2º. O Conselho de Administração poderá adotar um Regimento Interno que disporá, dentre outras matérias que forem julgadas convenientes, sobre seu próprio funcionamento, direitos e deveres dos seus membros e seu relacionamento com a Diretoria e demais órgãos sociais.

§ 3º. Dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do

Novo Mercado, e expressamente declarados como tais na ata da Assembleia Geral que os elegeu, sendo também considerado(s) como independente(s) o(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade prevista pelo art. 141, §§ 4º e 5º e art. 239, da Lei das S.A (KROTON, 2014, s/p).

Cabe salientar que a Diretoria da Companhia será composta por, no mínimo, quatro e no máximo oito membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, sendo um Diretor Presidente (Chief Executive Officer - CEO), (b) um Diretor de Relação com Investidores (Investor Relations Officer) e os demais Diretores com os cargos e atribuições a eles definidos pelo Conselho de Administração (KROTON, 2014). É permitida a acumulação de até dois cargos por diretor, entretanto, é necessário que os diretores sejam residentes no país, podendo ser acionistas ou não, com mandato de dois anos, sendo permitida a sua reeleição.

O estatuto da Kroton (2014) especifica que a Diretoria não é um órgão colegiado, podendo, contudo, reunir-se sempre que necessário, a critério do Diretor Presidente, que também presidirá a reunião, para tratar de aspectos operacionais. A reunião da Diretoria instalar-se-á com a presença de diretores que representem a maioria dos membros da Diretoria.

O artigo 19, § 2º prevê, ainda, que a "diretoria da Companhia e/ou de suas Controladas não poderá praticar nenhum dos atos indicados no artigo citado, exceto se previamente aprovados pelo Conselho de Administração da Companhia" (KROTON, 2014, s/p.).

4.2.4.3 Práticas de Governança

No ano de 2009 a Kroton buscou elevar a Governança Corporativa com as melhores práticas de mercado e ampliou o Conselho de Administração de cinco para nove membros, sendo três independentes. No ano de 2010, houve mudança quanto ao número dos membros independentes que diminuiu de três para dois membros independentes, além da instalação de quatro comitês: Financeiro e de Fusões e Aquisições, Recursos Humanos e Remuneração, Acadêmico e Institucional e de Auditoria (KROTON, 2014).

4.2.4.3.1 Transparência

A Kroton disponibiliza informações sobre 22 dos 24 itens selecionados dentre as recomendações sobre a Governança Corporativa da CVM e do IBGC, representando um índice de 91,66% de informações disponibilizadas. Este índice foi atribuído a entre os anos 2007 a 2013. Os itens que não foram disponibilizados são: o aviso aos debenturistas; escrituras e aditamento de debêntures.

Como forma de permitir maior transparência sobre as deliberações o Estatuto da Kroton em seu capítulo II, artigo 6º, parágrafo terceiro, determina que,

todos os documentos a serem analisados ou discutidos em Assembleia Geral serão disponibilizados aos acionistas da Companhia na BM&FBOVESPA, bem como na sede social, a partir da data da publicação do primeiro edital de convocação referido no § 1º do art. 6º.

O Estatuto ainda prevê que,

A assembleia geral reunir-se-á ordinariamente, a cada ano, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social e, extraordinariamente, quando os interesses sociais exigirem, mediante convocação na forma da lei. que será instalada e presidida pelo Presidente do Conselho de Administração e, na sua ausência, pelo Vice-Presidente do Conselho de Administração ou, na ausência deste, por qualquer outro membro do Conselho de Administração ou Diretor da Companhia, cabendo ao Presidente da Assembleia Geral escolher o Secretário da Mesa.

A forma de convocação da Assembleia cumpre a legislação vigente e parcialmente as recomendações das boas práticas de GC. A Pauta da Assembleia deve incluir matérias consideradas importantes, e a recomendação da cartilha foi considerada como atendida.

O Prazo de convocação da Assembleia adotado pela Kroton é realizado com antecedência de no mínimo quinze dias em primeira convocação e no mínimo oito dias em segunda convocação. Conforme previsto no estatuto social da Kroton será dispensada o prazo de convocação, caso seja verificada a totalidade dos acionistas na assembleia geral.

O Processo de votação é descrito no Estatuto social da Kroton Educacional S/A de forma clara, bem como as diretrizes necessárias para voto e representação de

conselheiros na assembleia também estão em consonância às recomendações ditadas pela CVM.

Nesse sentido, conclui-se que há transparência quanto à forma de disponibilização das informações.

4.2.4.3.2 Estrutura de responsabilidade do Conselho de Administração

O Conselho de Administração da Kroton é composto por, no mínimo, cinco e, no máximo, treze membros efetivos, todos eleitos para um mandato único de dois anos, podendo ser destituídos pela Assembleia Geral. Dos conselheiros eleitos, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes.

As funções do Conselho da Kroton estão em consonância com as recomendações das boas práticas de GC e conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, e expressamente declarados na ata da Assembleia Geral. São considerados como independentes os conselheiros eleitos de acordo com o art. 141, §§ 4º e 5º e art. 239, da Lei das S.A.

De acordo com o estatuto, as reuniões do Conselho de Administração deverão ser convocadas com antecedência mínima de três dias, por escrito, informando data, hora e lugar da reunião, por qualquer membro do Conselho de Administração, observando a antecedência mínima de dez dias.

O Estatuto prevê que o Conselho de Administração tem prerrogativa para criar comitês para o assessoramento da Administração da Companhia, com objetivos restritos e específicos, designando os seus respectivos membros e prazo de duração.

§ 1º. As atribuições de cada comitê serão definidas em Regimento Interno específico para o comitê em questão, aprovado pelo Conselho de Administração quando da criação do respectivo comitê. O Regimento Interno conterá ainda as regras de funcionamento do comitê e outras disposições que o Conselho de Administração julgar convenientes.

§ 2º. As pessoas indicadas para os comitês consultivos, administradores da Companhia ou não, deverão possuir comprovada capacitação acerca das competências e/ou atribuições do comitê em questão.

Embora o Estatuto seja omissivo quanto a capacitação dos conselheiros, todos os conselheiros possuem curso superior completo em distintas áreas de formação e são eleitos para um mandato de dois anos.

O Estatuto Social da Estácio de Sá Participações S/A prevê detalhadamente como deve funcionar o conselho, determinando, também a possibilidade de criação de comitês de assessoramento com o objetivo de auxiliar os membros do Conselho de Administração. Ainda, outorga ao conselho de administração a possibilidade de criação das normas aplicáveis aos comitês, incluindo a composição e funcionamento e, no caso de terceiros indicados pelo Conselho de Administração, definir sua remuneração.

O Conselho de Administração será composto de um Presidente e um Vice-Presidente, nomeados pela pluralidade de votos na primeira reunião após a posse de seus membros ou sempre que houver vacância dos cargos.

4.2.4.3.3 Proteção aos minoritários

As decisões relevantes são decididas pela maioria dos conselheiros da Kroton Educacional S/A, o que está em consonância com a recomendação da CVM e do Ibgc.

As transações entre partes relacionadas, como recomenda a CVM, entre mantidas e mantenedora, estão claramente refletidas nas demonstrações contábeis.

De acordo com o Estatuto Social da Kroton Educacional S/A,

A Companhia, seus acionistas, Administradores e os membros do Conselho Fiscal, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda, em especial, da aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, das disposições

contidas na Lei das Sociedades por Ações, no estatuto social da Companhia, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes do Regulamento do Novo Mercado, do Regulamento de Arbitragem, do Regulamento de Sanções e do Contrato de Participação no Novo Mercado (KROTON, 2014, s/p.)

O próximo tópico busca demonstrar quais são as diretrizes quanto a auditoria e as demonstrações financeiras.

4.2.4.3.4 Auditoria e Demonstrações Financeiras

Discussão e análise da administração – a CVM recomenda que, trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, as empresas divulguem relatório preparado pela administração com discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco internos e externos a que está sujeita a empresas. Na Kroton isto ocorre anualmente.

De acordo com o estatuto da Kroton Educacional S/A, por deliberação do Conselho de Administração, poderá levantar balanços semestrais, trimestrais ou mensais, bem como declarar dividendos à conta de lucros apurados nesses balanços, respeitando o disposto no art. 204 da Lei das S.A.

A instalação do Conselho Fiscal da Kroton (2014) está previsto no ano Estatuto Social, integrado por três a cinco membros efetivos e igual número de suplentes, eleitos pela Assembleia Geral, ao qual competirão as atribuições previstas em lei. Seu funcionamento tem caráter não permanente exercendo um mandato de um ano, com atribuições e poderes previstos na Lei 6.404/76. Instalam-se somente nos exercícios sociais em que for solicitado por acionistas detentores do percentual de participação fixado por Lei.

De acordo com o Estatuto, a posse dos membros do Conselho Fiscal estará condicionada à prévia subscrição do Termo de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal nos termos do disposto no Regulamento do Novo Mercado, bem como ao atendimento dos requisitos legais aplicáveis (KROTON, 2014).

Em 2013, a Kroton contou ainda com um Conselho Fiscal com três membros responsáveis por fiscalizar as atividades da administração, rever as demonstrações financeiras da companhia e reportar suas conclusões aos acionistas. A Companhia possui uma área de Controles Internos que tem a missão avaliar e informar ao Conselho de Administração, através do Comitê de Auditoria, sobre a efetividade do gerenciamento dos riscos e dos processos de governança, bem como a adequação dos controles gerenciais e do cumprimento das normas descritas no Código de Conduta interno (KROTON, 2014).

4.2.4.4 Análise indicadores acadêmicos

Não foram encontrados dados referentes ao Índice Geral de Cursos (IGC) da Kroton Educacional Participações S/A.

4.2.4.4.1 Cursos ofertados

A Kroton Educacional S/A oferece uma variedade de cursos. Na graduação presencial são setenta cursos ofertados entre graduação e graduação tecnológica. São ofertados também cento e quarenta cursos de pós-graduação Lato Sensu. Quanto aos cursos à distância, treze são de graduação EAD e oito pós-graduação à distância.

4.2.4.4.2 Alunos

Com relação a divulgação quanto ao número de alunos da Kroton Educacional S/A, salienta-se que no ano de 2008, houveram 42.000 alunos matriculados. No ano 2009, os dados não foram informados, sendo que em 2010, 76.253 alunos de graduação e 9.114 matriculados em cursos de pós-graduação. A partir da incorporação de outras IES no ano de 2011, o número de alunos aumentou significativamente para 253.000, em 2012, 410.000 alunos e no ano de 2013, 519.000 alunos.

4.2.4.4.3 Professores

No que tange a divulgação do número de professores contratados, há informação somente quanto ao ano de 2008, indicando que neste ano a IES contava com 20.000 profissionais docentes em 600 escolas associadas e 28 campus em operação. Contudo, nos anos posteriores, não foram disponibilizadas informações.

4.2.5 Análise dos dados da SER Educacional S/A

4.2.5.1 Caracterização

A SER Educacional foi fundada no ano de 2003 em Recife. Trata-se da maior organização privada de ensino superior nas regiões Nordeste e Norte do Brasil, com 24 unidades e atuação em 18 cidades de 11 estados, disponibilizando cursos de graduação e pós-graduação presencial e à distância, além de cursos técnicos.

A IES atua sob as marcas Faculdades Maurício de Nassau, Centro Universitário Maurício de Nassau (Uninassau), Faculdades Joaquim Nabuco, Escolas Técnicas Joaquim Nabuco e Maurício de Nassau.

4.2.5.2 Estrutura de Propriedade e Controle

A Administração da SER Educacional S/A é formada pelo Conselho de Administração e à Diretoria, podendo ser assessorado por comitês, e à Diretoria. De acordo com as diretrizes do Estatuto social o Conselho de Administração é composto por, no mínimo, cinco e, no máximo, sete membros efetivos, todos eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de dois anos, observado o disposto no Artigo 14 do Estatuto Social, sendo permitida a reeleição.

De acordo com art. 14,

Parágrafo Primeiro: dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, e expressamente declarados como tais na ata da Assembleia Geral que os eleger, sendo também considerado(s) como independente(s) o(s) conselheiro(s) eleito(s)

mediante faculdade prevista pelos parágrafos 4º e 5º do artigo 141 da Lei das Sociedades por Ações.

O estatuto social da SER Educacional, prevê em seu artigo 17º, que a Diretoria será composta por, no mínimo 4 (quatro) e, no máximo, 6 (seis) membros, sendo um diretor presidente; um diretor de relações com investidores; um diretor financeiro, um diretor acadêmico; e os demais serão diretores sem denominação específica que poderão ser acumulados por um mesmo diretor.

4.2.5.3 Práticas de Governança

A SER Educacional celebrou no ano de 2013 um contrato com a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), de acordo com os padrões exigidos pelos agentes do Mercado de Capitais, aderindo ao denominado ao Novo Mercado. Assim, comprometeu-se em todas as suas atividades com as práticas de excelência da governança.

4.2.5.3.1 Transparência

A SER Educacional disponibiliza informações sobre 20 dos 24 itens selecionados dentre as recomendações sobre a Governança Corporativa da CVM e do IBGC, representando 83,33 %, de informações disponibilizadas. Este índice foi atribuído nos anos 2013 e 2014. Os itens que não foram disponibilizados são: o aviso aos debenturistas; contratos com partes relacionadas; escrituras e aditamento de debêntures; formulário de referência em arquivo.

4.2.5.3.2 Estrutura de responsabilidade do Conselho de administração

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 7 (sete) membros, eleitos para um mandato unificado de 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição, e destituíveis a qualquer tempo pela Assembleia Geral. Dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e expressamente declarados como tais na ata

da Assembleia Geral que os eleger, sendo também considerado(s) como independente(s) o(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade prevista pelos parágrafos 4º e 5º do artigo 141 da Lei das Sociedades por Ações.

O Conselho de Administração será formado por um presidente e um vice-presidente, eleitos na primeira reunião após a eleição dos conselheiros.

4.2.5.3.3 Proteção aos minoritários

As decisões relevantes são decididas pela maioria dos conselheiros da SER Educacional S/A, o que está em consonância com a recomendação da CVM e do IBGC.

As transações entre partes relacionadas, como recomenda a CVM, entre mantidas e mantenedora, estão claramente refletidas nas demonstrações contábeis.

De acordo com o Estatuto Social da SER Educacional S/A a Companhia está vinculada à arbitragem junto da Câmara de Arbitragem do Mercado o que se enquadra nas recomendações da CVM e do Ibcg.

Atendendo aos termos do regulamento de arbitragem, havendo disputa ou controvérsia entre os *stakeholders*, seja pela aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, das disposições constantes no Contrato de Participação no Novo Mercado no Regulamento Novo Mercado, no Regulamento de Arbitragem da Câmara de Arbitragem do Mercado instituída pela BM&FBovespa, no Regulamento de Sanções, no Estatuto Social desta empresa, nas disposições da Lei das Sociedades por Ações, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, nos regulamentos da BM&FBovespa e nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral.

4.2.5.3.4 Auditoria e demonstrações financeiras

Discussão e análise da administração: O IBGC recomenda a existência de um comitê de auditoria que seja responsável pela supervisão da área financeira,

determinando que a diretoria promova controles internos que sejam confiáveis e independentes (IBGC, 2009).

Cabe a Auditoria Interna averiguar com independência e transparência as suas atribuições e aos auditores independentes cabe revisar e consolidar, a imparcialidade dos dados das práticas da Auditoria Interna. O comitê deve, ainda, zelar pela execução dos preceitos do Código de Conduta e ética da organização.

A SER Educacional de acordo com o seu estatuto, prevê quando instalado, um Conselho Fiscal disposto no Regulamento do Novo Mercado, bem como ao atendimento dos requisitos legais aplicáveis. Possui caráter não permanente e será composto por, no mínimo 3 (três) membros efetivos e igual número de suplentes, permitindo sua reeleição.

O Conselho Fiscal poderá ser instalado nos exercícios sociais em que houver solicitação dos acionistas, em conformidade com as disposições da Lei das Sociedades por Ações aplicáveis e do IBGC. Sendo que sua posse será determinada pela assinatura de termo de anuência dos membros respectivo em livro próprio e do regulamento no novo mercado.

O Conselho Fiscal deve reunir-se regular e separadamente com seus membros para analisar as demonstrações contábeis.

No tocante a função de auditoria Interna, a função do conselho consiste em realizar tanto as revisões regulares quanto as revisões de controles e procedimentos de gerenciamento de risco, sendo que os resultados são repassados ao Comitê de Auditoria (CVM, 2013).

4.2.5.4 Análise de indicadores acadêmicos

De acordo com a publicação do MEC no Diário Oficial da União no ano 2013, referente ao ano 2012, 100% das instituições da SER Educacional S/A, excetuando-se as instituições que foram adquiridas recentemente obtiveram a nota igual a 3 no

Índice Geral de Cursos (IGC), sendo que destas, 94% receberam nota igual ou superior a 3 no Conceito Preliminar de Curso (CPC).

4.2.5.4.1 Cursos ofertados

A SER Educacional S/A oferece 84 cursos de graduação nas áreas de ciências exatas, ciências biológicas e ciências humanas, em graduação tradicional (bacharelados ou licenciaturas). Oferecem, também, cursos de tecnologia de curta duração, cursos de pós-graduação lato sensu e cursos de extensão.

4.2.5.4.2 Alunos

Segundo dados publicados pela SER Educacional e a Análise setorial do ensino superior privado, com base em informações periódicas publicadas no sitio da CVM, a existem mais de 70 mil alunos em suas unidades do nordeste e norte do Brasil e 74.626 vagas aprovadas pelo MEC.

4.2.5.4.3 Professores

Os dados referentes aos números de professores da Ser Educacional S/A não estão demonstrados de forma clara nos relatórios anuais da CVM. O que indica que este quesito está em desacordo com as normas da CVM e do IBGC.

4.3 Análise do Desempenho Econômico-Financeiro das IES

Nesta seção, serão realizadas as análises sobre as demonstrações contábeis. A análise de balanços tem como objetivo realizar a avaliação da situação econômica, financeira e patrimonial das IES e classificá-las de acordo com a evolução dos índices obtidos, para, em seguida, realizar a comparação com os resultados acadêmicos, e, de forma conjunta, com relação às questões de governança.

Este relatório teve como objetivo apresentar a implantação da Governança Corporativa e o desenvolvimento das Instituições de Ensino Superior.

Demonstra-se a relevância no setor educacional que atualmente é um dos pilares do desenvolvimento do país. O Governo Federal além de focalizar a educação fundamental, preocupação contínua do governo, vem demandando esforços nos últimos anos com a Educação no Ensino Superior.

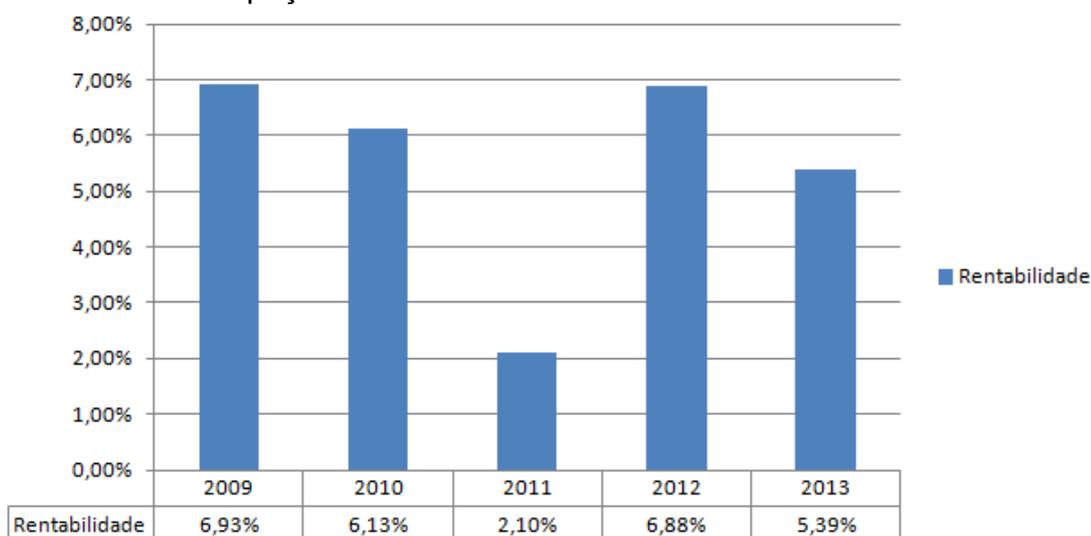
É importante salientar o estudo dos demonstrativos contábeis de quatro grandes instituições de ensino: A Anhanguera Educacional S/A, A Estácio Participações S/A GAEC Educação S/A e a Kroton Educacional, nesse sentido, não serão apresentados os demonstrativos da SER Educacional S/A em razão do pouco tempo de inserção de suas ações na BM&F Bovespa.

Foi realizada a análise vertical e horizontal das instituições para avaliarmos as tendências e o desenvolvimento de ambas. Observamos que elas apresentaram desenvolvimento tanto no âmbito econômico quanto financeiro.

No que tange a análise vertical e horizontal percebeu-se crescimento das instituições de ensino em razão do incentivo do Governo Federal no intuito de ampliar a rede de educação, favorecer o ensino para todos e por meio da implantação da Governança Corporativa foi possível alavancar a performance destas instituições.

Com relação aos índices financeiros e econômicos será apresentado o cenário de cada instituição de ensino. Assim, apresenta-se a seguir na GRAF. 4, os dados da Anhanguera Educacional S/A que demonstrou crescimento no ano de 2013, seus índices foram favoráveis com exceção da liquidez imediata que indica que a empresa não possui possibilidade de pagar as suas dívidas em curto prazo.

Gráfico 4 - Relatório de informações gerenciais Anhanguera Educacional Participações S/A - Índice de rentabilidade 2009/2013



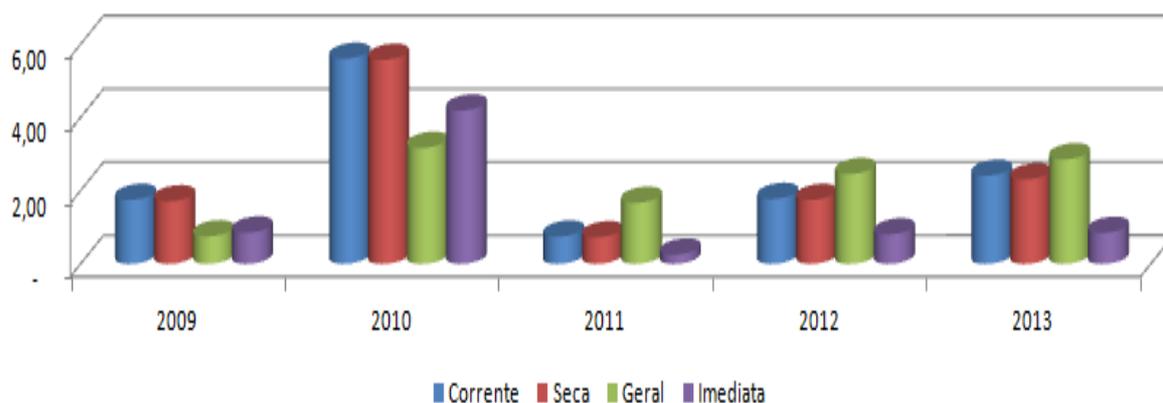
* Fórmula: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Anhanguera Educacional Participações S/A.

Na avaliação sobre o índice de endividamento, salienta-se que a Anhanguera não se encontra endividada. Percebeu-se por seus índices de rentabilidade, margem de bruta e lucratividade que houve crescimento nesses aspectos. Quanto aos índices econômicos financeiros os resultados estão dispostos na GRAF.5

A margem bruta dos índices econômicos financeiros no ano de 2009 foi de 38,45%. Em 2010, 40,98%. Em 2011, 36,27%. No ano de 2012, 39,54% e em 2013, não foram apresentados índices. Já quanto à lucratividade da Anhanguera no ano de 2009 o índice foi 8,05%. 2010, 12,24%. 2011, 3,42%, 2012, 9,46% e 2013, 6,92%. O ano que apresentou maior endividamento foi o ano de 2011, com 1,09% e o menor grau de endividamento apresentado foi o ano de 2010, com 0,46%. Os índices de 2009 a 2013 foram, respectivamente de 0,76%, 0,46%, 1,09%, 0,69% e 0,54%.

Gráfico 5 - Índices econômicos financeiros Anhanguera Educacional S/A



	Corrente	Seca	Geral	Imediata
2009	1,75	1,71	0,75	0,86
2010	5,60	5,58	3,17	4,19
2011	0,75	0,73	1,67	0,26
2012	1,78	1,75	2,46	0,81
2013	2,41	2,31	2,86	0,85

Fórmulas:

Liquidez Corrente: Ativo Circulante/Passivo Circulante.

Liquidez seca: (Ativo Circulante - Estoque)/Passivo Circulante.

Liquidez Geral: (Ativo Circulante + R.L.P.) / (Passivo Circulante + E. L.P).

Liquidez Imediata: Disponível / Passivo Circulante

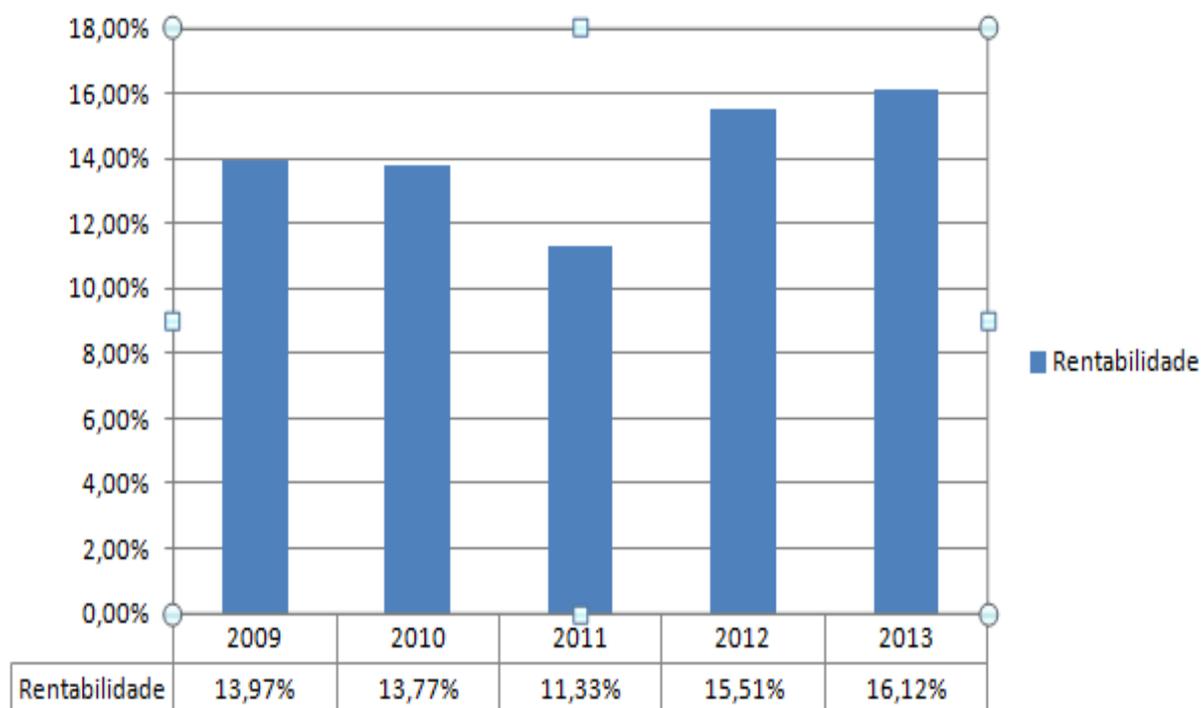
Solvabilidade Geral: Ativo / (Passivo Circulante + E.L.P).

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Anhanguera Educacional Participações S/A.

Com relação a Estácio Participações S/A, a empresa apresentou crescimento em 2013, com índices favoráveis ao pagamento das dívidas em curto prazo.

No que tange o endividamento a Estácio Participações S/A, os índices demonstram que a IES não se encontra endividada. Destaca-se que houve crescimento em seus índices de rentabilidade, margem bruta e lucratividade o que pode ser verificado pela GRAF. 6.

Gráfico 6 - Relatório de informações gerenciais Estácio Participações S/A - Índice de rentabilidade 2009/2013



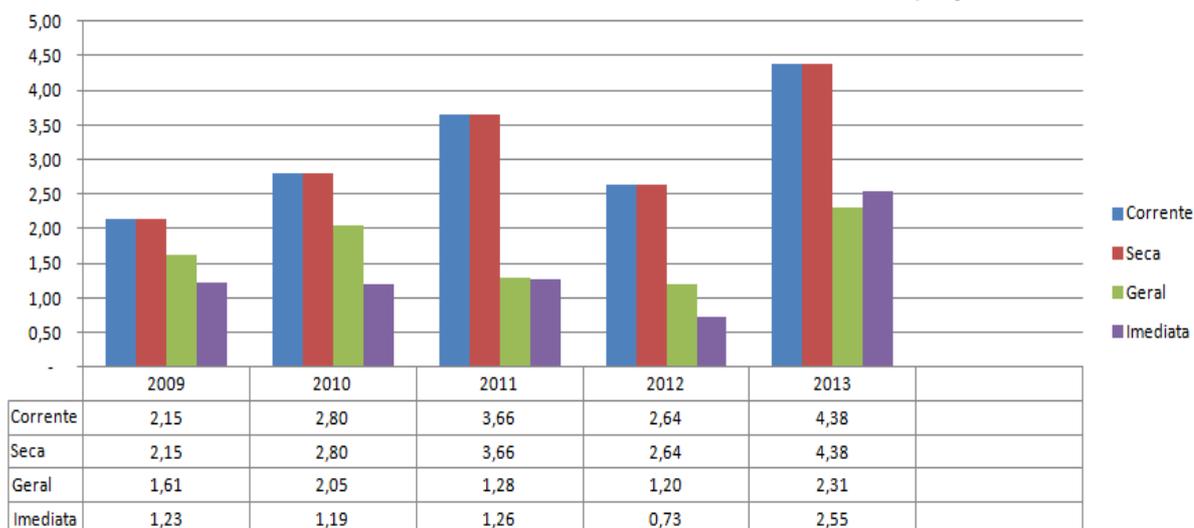
* Fórmula: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Estácio Participações S/A.

A margem bruta dos índices econômicos financeiros no ano de 2009 foi de 30,97%. Em 2010, 31,41%. Em 2011, 454,36%. No ano de 2012, 340,26% e em 2013, índice de 279,42%. Já quanto à lucratividade da Anhanguera no ano de 2009 o índice foi 6,28%. 2010, 7,94%. 2011, 93,25, 2012, 73,77% e 2013, 98,46%.

No que tange aos índices econômicos e financeiros, os dados podem ser verificados pela GRAF. 7.

Gráfico 7 - Índices econômicos financeiros Estácio Participações S/A.

**Fórmulas:**

Liquidez Corrente: $\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$.

Liquidez seca: $(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}) / \text{Passivo Circulante}$.

Liquidez Geral: $(\text{Ativo Circulante} + \text{R.L.P.}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{E. L.P.})$.

Liquidez Imediata: $\text{Disponível} / \text{Passivo Circulante}$

Solvabilidade Geral: $\text{Ativo} / (\text{Passivo Circulante} + \text{E.L.P.})$.

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Estácio Participações S/A.

O ano que apresentou maior endividamento foi o ano de 2012, com 0,75% e o menor grau de endividamento apresentado foi o ano de 2010, com 0,37%. Os índices de 2009 a 2013 foram, respectivamente de 0,52%, 0,37%, 0,73%, 0,75% e 0,41%.

No que concerne a GAEC Educação S/A, analisando os seus índices de liquidez podemos perceber o crescimento em seus índices com exceção da liquidez imediata que não apresenta disponibilidade financeira para quitar as dívidas no curto prazo, sendo assim, a Empresa terá que buscar no mercado financeiro capital de terceiros para suprir esta necessidade.

Gráfico 8 - Índice de liquidez da GAEC Educacional S/A

**Fórmulas:**

Liquidez Corrente: $\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$.

Liquidez seca: $(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}) / \text{Passivo Circulante}$.

Liquidez Geral: $(\text{Ativo Circulante} + \text{R.L.P.}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{E. L.P.})$.

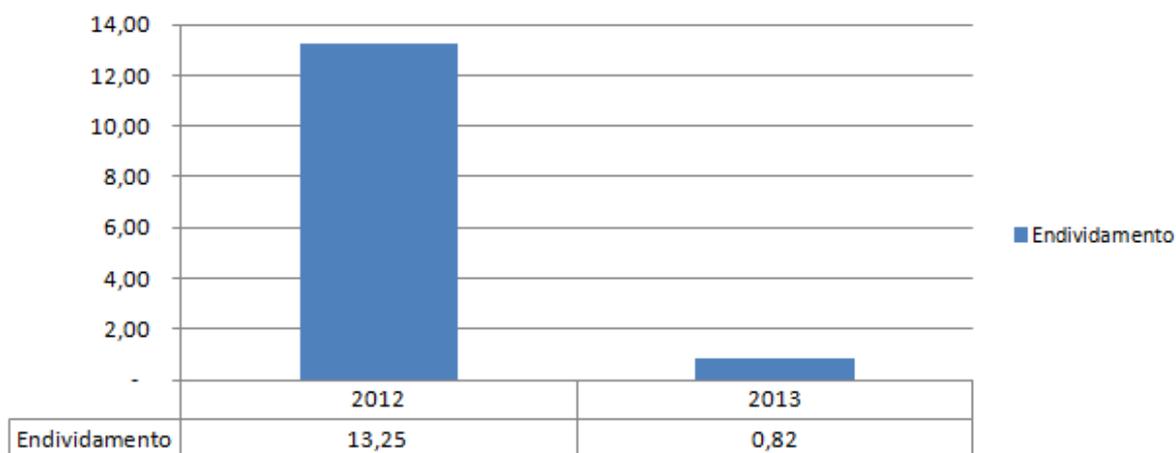
Liquidez Imediata: $\text{Disponível} / \text{Passivo Circulante}$

Solvabilidade Geral: $\text{Ativo} / (\text{Passivo Circulante} + \text{E.L.P.})$.

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Estácio Participações S/A.

Com relação ao endividamento, de acordo com o GRAF. 9, houve aumento relevante, porém o capital próprio supera o capital de terceiros, cenário financeiro favorável para a empresa em análise.

Gráfico 9 - Índice de endividamento 2012/2013 da GAEC Educação S/A.

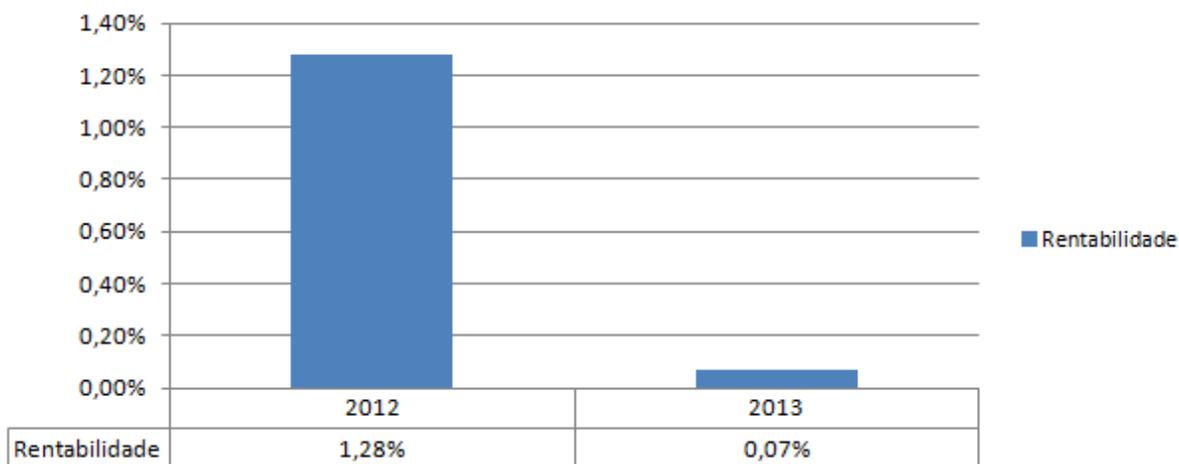


* Fórmula: $\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial GAEC Educacional S/A.

Com relação à rentabilidade, o GRAF. 10, demonstra que houve aumento do lucro o que confirma que economicamente a empresa está solvente.

Gráfico 10 - Relatório de informações gerenciais GAEC Educação S/A - Índice de rentabilidade 2012/2013

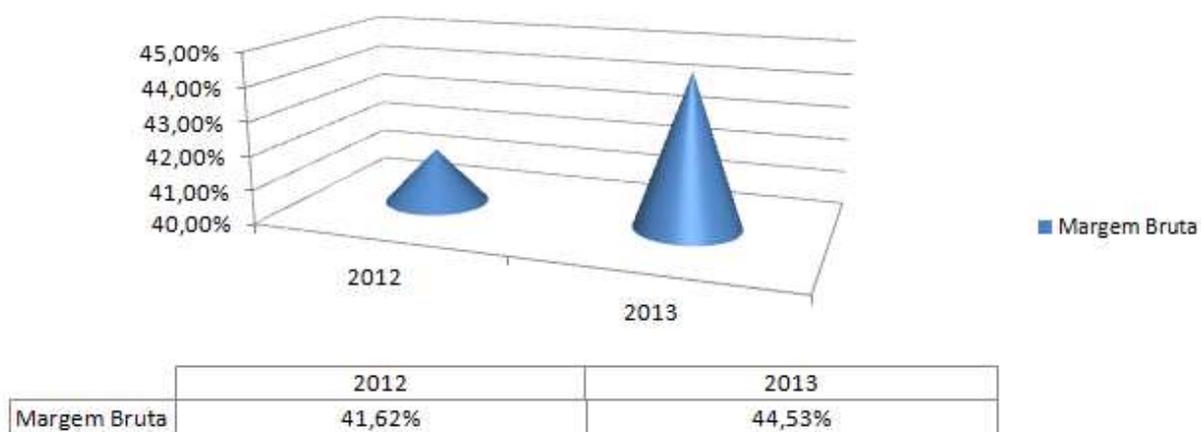


* Fórmula: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da GAEC Educacional S/A.

A margem bruta dos índices econômicos financeiros no ano de 2012, disposta no GRAF. 11, foi de 41,62%% e em 2013 elevou-se para 44,53%.

Gráfico 11 - Índice de margem bruta da GAEC S/A

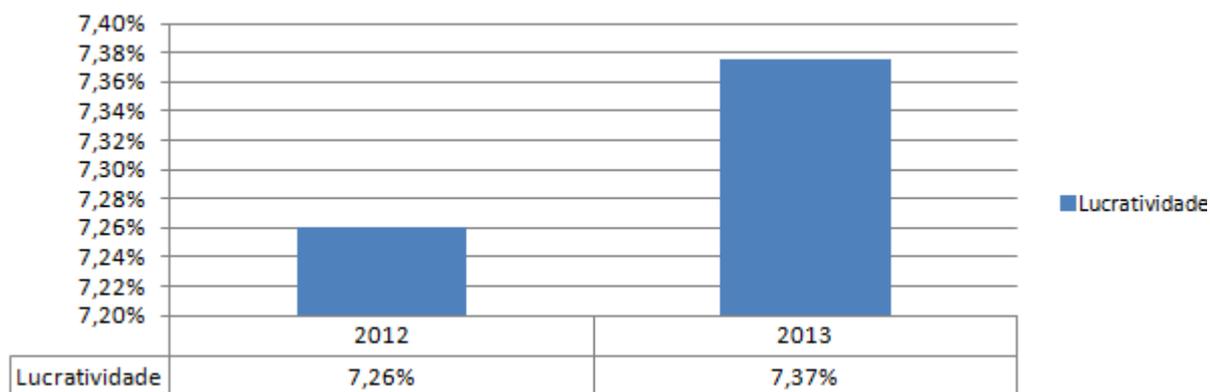


* Fórmula: Lucro Bruto / receita líquida

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da GAEC Educacional S/A.

Já quanto à lucratividade GAEC Educacional S/A no ano de 2012 obteve o índice 7,26%. Em 2013 este índice elevou-se para 7,37%. Estes dados podem ser confirmados pelos GRAF.12.

Gráfico 12 - Índices de lucratividade da GAEC S/A.



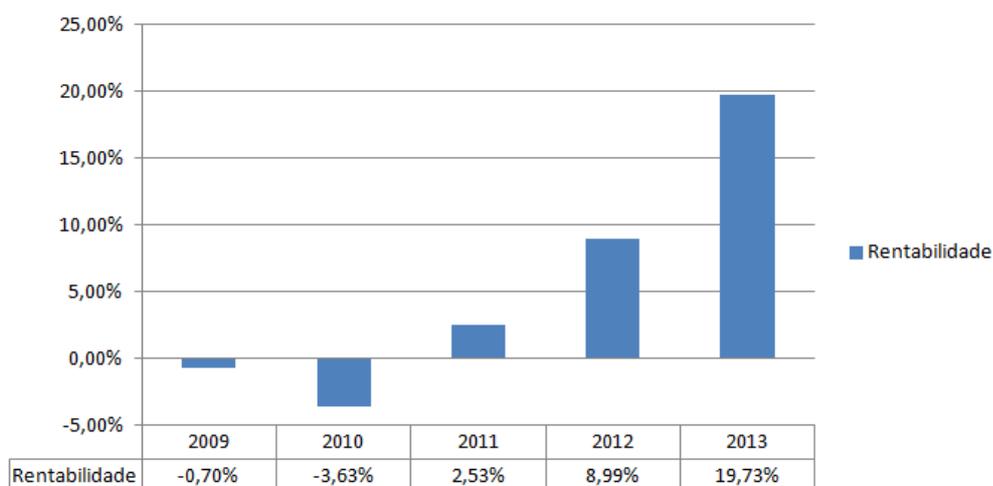
* Fórmula: Lucro Bruto / receita líquida

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da GAEC Educacional S/A.

Concluimos que a GAEC Educação S.A apresenta em seus demonstrativos contábeis de acordo com o GRAF.12 situação financeira e econômica favorável, transparência em seus índices o que ajuda os acionistas na tomada de decisão e continuidade da mesma no mercado.

Com relação à Kroton, o GRAF. 13, indica que a empresa apresenta queda nos seus índices de liquidez se comparados ao ano de 2009.

Gráfico 13 - Relatório de informações gerenciais Kroton Educacional Participações S/A - Índice de rentabilidade 2009/2013.

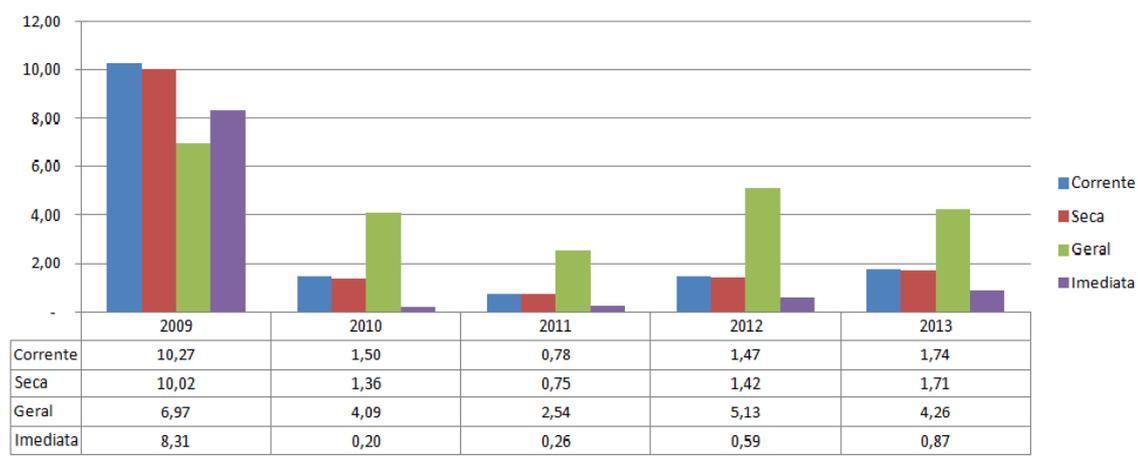


* Fórmula: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Anhanguera Educacional Participações S/A.

De acordo com a análise do índice de endividamento, percebeu-se que a Kroton não se encontra endividada e no que tange a análise do índice de rentabilidade, margem bruta e lucratividade os dados permitem destacar que houve crescimento nesses aspectos. Quanto aos índices econômicos e financeiros, os dados podem ser verificados pela GRAF. 14.

Gráfico 14 - Índices econômicos financeiros Kroton Educacional Participações S/A



Fórmulas:

Liquidez Corrente: $\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$.

Liquidez seca: $(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}) / \text{Passivo Circulante}$.

Liquidez Geral: $(\text{Ativo Circulante} + \text{R.L.P.}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{E. L.P.})$.

Liquidez Imediata: $\text{Disponível} / \text{Passivo Circulante}$

Solvabilidade Geral: $\text{Ativo} / (\text{Passivo Circulante} + \text{E.L.P.})$.

Fonte: Dados oriundos do Balanço Patrimonial da Estácio Participações S/A.

A margem bruta dos índices econômicos financeiros no ano de 2009 foi de 34,59%. Em 2010, 27,56%. Em 2011, 32,82%. No ano de 2012, 45,73% e em 2013, índice de 54,25%. Já quanto à lucratividade da Anhanguera no ano de 2009 o índice foi -1,58%. 2010, -4,94%. 2011, 5,09%, 2012, 14,37% e 2013, 25,62%.

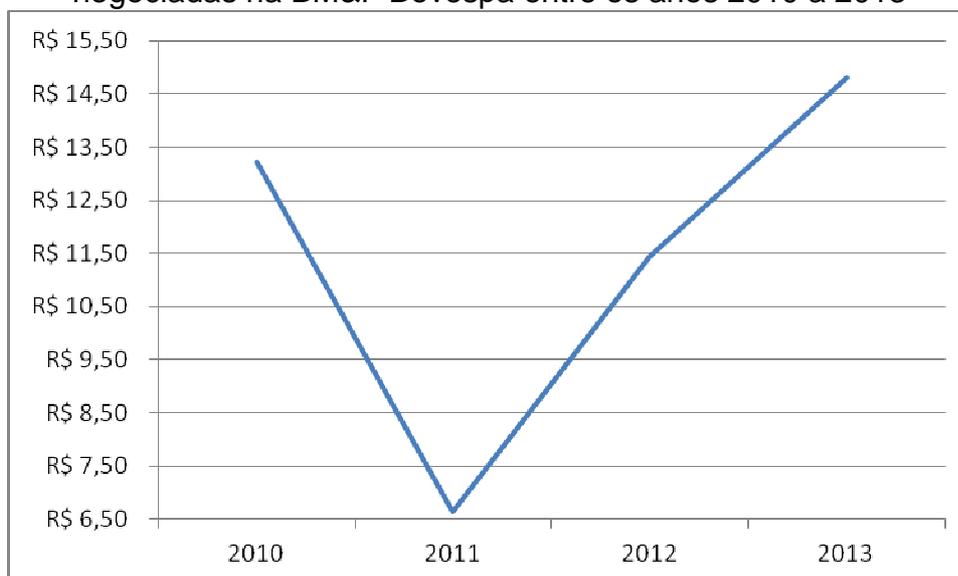
O ano que apresentou maior endividamento foi o ano de 2011, com 0,79% e o menor grau de endividamento apresentado foi o ano de 2010, com 0,33%. Os índices de 2009 a 2013 foram, respectivamente de 0,10%, 0,33%, 0,79%, 0,33% e 0,37%.

4.4 Análise de mercado

4.4.1 Análise de mercado da Anhanguera Educacional S/A

De acordo com as análises de mercado extraídas do Economática (2014), as ações da Anhanguera Educacional S/A em 2010, fecharam em R\$13,23 (Treze Reais e vinte e três centavos). No ano de 2011, as ações sofreram desvalorização, alcançando o valor de R\$6,65 (Seis Reais e sessenta e cinco centavos). Em 2012, houve recuperação parcial e as ações foram cotadas em R\$11,44 (Onze Reais e quarenta e quatro centavos) e, por fim, no ano de 2013, ocorreu valorização, superando o ano inicial de 2010, quando as ações alcançaram o seu maior valor de mercado que foi R\$14,80 (Quatorze Reais e oitenta centavos). Essa variação pode ser observada no GRAF. 15.

Gráfico 15 - Evolução dos preços das ações da Anhanguera Educacional S/A negociadas na BM&F Bovespa entre os anos 2010 a 2013



Fonte: Economática (2014)

Em razão da incorporação da Anhanguera Educacional S/A pela Kroton, a análise dos especialistas é a mesma apresentada pela incorporadora.

A Anhanguera Educacional S/A é acompanhada pelos analistas de mercado da BB Investimentos; BofA Merrill Lynch; Bradesco Corretora; Brasil Plural; BTG Pactual;

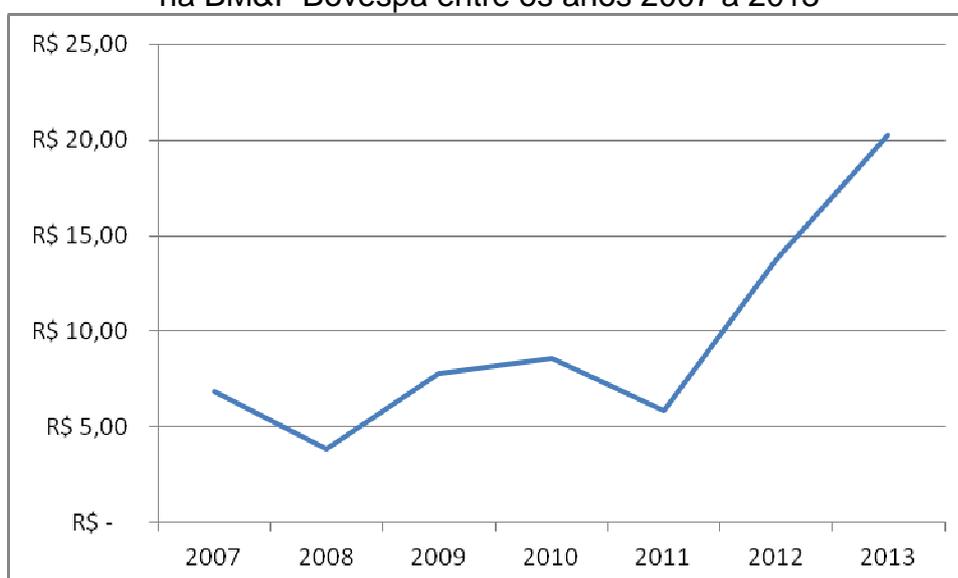
Coinvalores; Credit Suisse; Fator; GBM; Goldman Sachs; Itaú; JP Morgan; Morgan Stanley; Safra; Santander; UBS e Votorantim Corretora.

A orientação dos analistas de mercado no mês de outubro de 2014 indicava a compra de ações, tendo como preço de compra médio avaliado em R\$18,29. Três analistas sugeriram manter as ações, com desvio padrão de 1,67. O preço de venda mínima foi avaliado em R\$15,00 e o preço de venda máxima de R\$ 21,25.

4.4.2 Análise de mercado da Estácio de Sá Participações S/A.

As ações da Estácio de Sá Participações S/A, conforme dados da Economática (2014) alcançaram no ano de 2007, o valor de R\$6,88 (Seis Reais e oitenta e oito centavos). No ano de 2008, obteve a sua pior avaliação sendo cotada a R\$3,85 (Três Reais e oitenta e cinco centavos). Em 2009 e 2010, as ações tiveram leve recuperação e fecharam respectivamente em R\$7,71 (Sete Reais e setenta e sete centavos) e R\$8,61 (Oito Reais e sessenta e um centavos). No ano de 2011, as ações voltaram a se desvalorizar, alcançando o valor de R\$5,86 (Cinco Reais e oitenta e seis centavos). Em 2012, de acordo com os dados pesquisados, houve recuperação das ações que foram cotadas em R\$13,71 (Treze Reais e setenta e um centavos) e, por fim, o ano de 2013, comparados aos anos anteriores foi o que obteve melhor valorização das ações no mercado sendo cotadas em R\$20,24 (Vinte Reais e vinte quatro centavos), o que pode ser confirmado pelo GRAF. 16.

Gráfico 16 - Evolução dos preços das ações Estácio Participações S/A negociadas na BM&F Bovespa entre os anos 2007 a 2013



Fonte: Economática (2014).

Os analistas que acompanham a Estácio Participações S/A são: da BB Investimentos; BofA Merrill Lynch; Bradesco; Brasil Plural; BTG Pactual; Credit Suisse; Coinvalores; Fator Corretora; Goldman Sachs; HSBC; Itaú; JP Morgan; Morgan Stanley; Safra; Santander; Votorantim; Grupo Bursátil Mexicano e UBS.

A orientação dos analistas do mercado financeiro no mês outubro de 2014 indicava a compra de ações, sendo que três dos analistas sugeriram manter as ações, contudo, não houve sugestão quanto ao preço de compra ou venda.

4.4.3 Análise de mercado da GAEC Educacional S/A

A cotação das ações do Grupo Anima Educacional S/A entre os anos 2007 a 2012, não foram divulgados. A única informação divulgada pela Economática (2014) foi relativa ao ano 2013, com cotação de R\$21,10 (vinte e um reais e dez centavos).

O Grupo Anima é acompanhado pelos analistas de mercado do Banco do Brasil S/A; BofA Merrill Lynch; Bradesco; BTG Pactual; Credit Suisse; Fator; HSBC; Itau S/A, Safra e Santander.

Os analistas de mercado sugeriram por unanimidade a compra de ações no mês de outubro de 2014, com preço de compra média avaliado em R\$35,69. O preço de venda mínima foi avaliado em R\$33,80 e venda máxima de R\$37,00, com desvio padrão de 1,22.

4.4.4 Análise de mercado da Kroton Educacional S/A

As informações divulgadas pela Economática (2014) quanto aos preços das ações da Kroton Educacional S/A, informam somente dois anos, quando as ações foram negociadas no ano de 2012, pelo valor de R\$5,46 (cinco reais e quarenta e seis centavos) e em 2013, por R\$9,47 (Nove Reais e quarenta e sete centavos).

A Kroton Educacional S/A é acompanhada pelos analistas de mercado da BB Investimentos; da BofA Merrill Lynch; Bradesco Corretora; Brasil Plural; BTG

Pactual; Coinvalores; Credit Suisse; Fator; GBM; Goldman Sachs; Itaú; JP Morgan; Morgan Stanley; Safra; Santander; UBS e Votorantim Corretora.

A orientação dos analistas no mês de outubro de 2014 indicava a compra de ações, com preço de compra médio avaliado em R\$18,29. Três dos analistas sugeriram manter as ações, com desvio padrão de 1,67. O preço de venda mínima foi avaliado em R\$15,00 e o preço de venda máxima de R\$21, 25.

4. 5 Análise de mercado geral das IES que promoveram sua abertura de capital na BM&F Bovespa (IPO¹²)

Quadro 4 - Oferta pública inicial de ações das IES pesquisadas (IPO)

(continua)

DADOS DA COMPANHIA			INFORMAÇÕES DA OFERTA				ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO								
NOME DE PREGÃO	LISTAGEM NA OFERTA	CLASSIFICAÇÃO SETORIAL (SEGMENTO)	CLASSIFICAÇÃO	FIXAÇÃO DE PREÇO	PREÇO POR AÇÃO / UNIT / BDR (LÇTO.) R\$	INÍCIO DE NEGOCIAÇÃO	Nº DE PESSOAS FÍSICAS	Nº TOTAL DE INVESTIDORES	VOLUME PRIMÁRIA (R\$)	VOLUME SECUNDÁRIA (R\$)	VOLUME TOTAL (R\$) em milhões	VAREJO %	INSTITUCIONAL %	ESTRANGEIROS %	OUTROS %
ANHANGUERA	N2	Serviços Educacionais	IPO	08/03/2007	18,00	12/03/07	13.593	14.651	426.825.000	85.500.000	512.325.	9	15	76	0
ANIMA	NM	Serviços Educacionais	IPO	24/10/2013	18,50	28/10/13	1.218	1.487	426.020.572	78.036.349	504.056.920	9	40	46	6

¹² Termo em inglês que designa Oferta Pública Inicial de ações.

Quadro 4 - Oferta pública inicial de ações das IES pesquisadas (IPO)

(conclusão)

DADOS DA COMPANHIA			INFORMAÇÕES DA OFERTA				ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO								
NOME DE PREGÃO	LISTAGEM NA OFERTA	CLASSIFICAÇÃO SETORIAL (SEGMENTO)	CLASSIFICAÇÃO	FIXAÇÃO DE PREÇO	PREÇO POR AÇÃO / UNIT / BDR (LÇTO.) R\$	INÍCIO DE NEGOCIAÇÃO	Nº DE PESSOAS FÍSICAS	Nº TOTAL DE INVESTIDORES	VOLUME PRIMÁRIA (R\$)	VOLUME SECUNDÁRIA (R\$)	VOLUME TOTAL (R\$) EM MILHÕES	VAREJO %	INSTITUCIONAL %	ESTRANGEIROS %	OUTROS %
ESTACIO PART.	N2	Serviços Educacionais	IPO	26/07/2007	22,50	30/07/07	10.782	11.320	268.164.000	178.776.000	446.940.	9	26	64	0
KROTON	N2	Serviços Educacionais	IPO	19/07/2007	39,00	23/07/07	11.158	12.081	395.695.287	83.078.463	478.773.	9	20	70	0
SER EDUCAC.	NM	Serviços Educacionais	IPO	25/10/2013	17,50	29/10/13	1.059	1.311	309.714.090	309.714.090	619.428.180	3	39	52	6

Nota: ¹ Dados referentes somente à ("Oferta Brasileira"); ² Dados preliminares (Empresas que não publicaram o Anúncio de Encerramento).

³ Antes da Recompra no Âmbito das Atividades de Estabilização; ⁴ Preço ponderado quando se tratar de oferta pública de ações ON e PN.

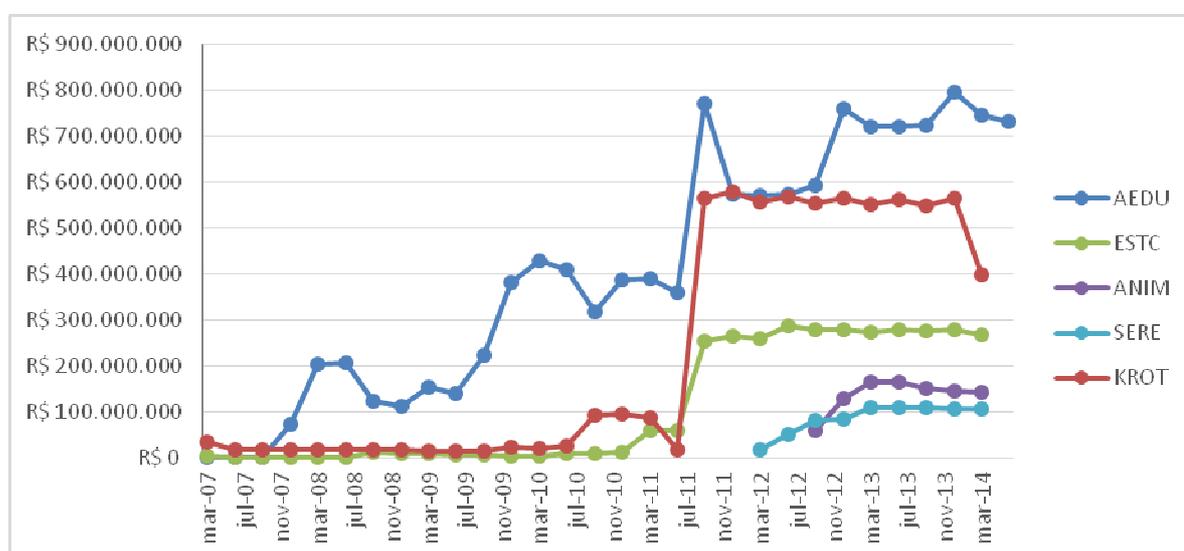
N/D - Não disponível.

Atualizado em 6/5/2014

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da Econômic

No GRAF. 17 são apresentados os índices de Dívida Bruta Total com relação as cinco IES pesquisadas. Os resultados demonstram que a empresa Anhanguera Educacional S/A teve sua dívida bruta aumentada ano a ano a partir de 2007. Embora a empresa Kroton Educacional S/A mantivesse sua dívida estabilizada até maio/2011, percebe-se que houve um aumento considerável a partir de julho/2011 com pequena redução em março/2014. O mesmo conceito vale para a empresa Estácio Participações S/A, porém a dívida IES manteve-se no mesmo patamar desde julho/2011.

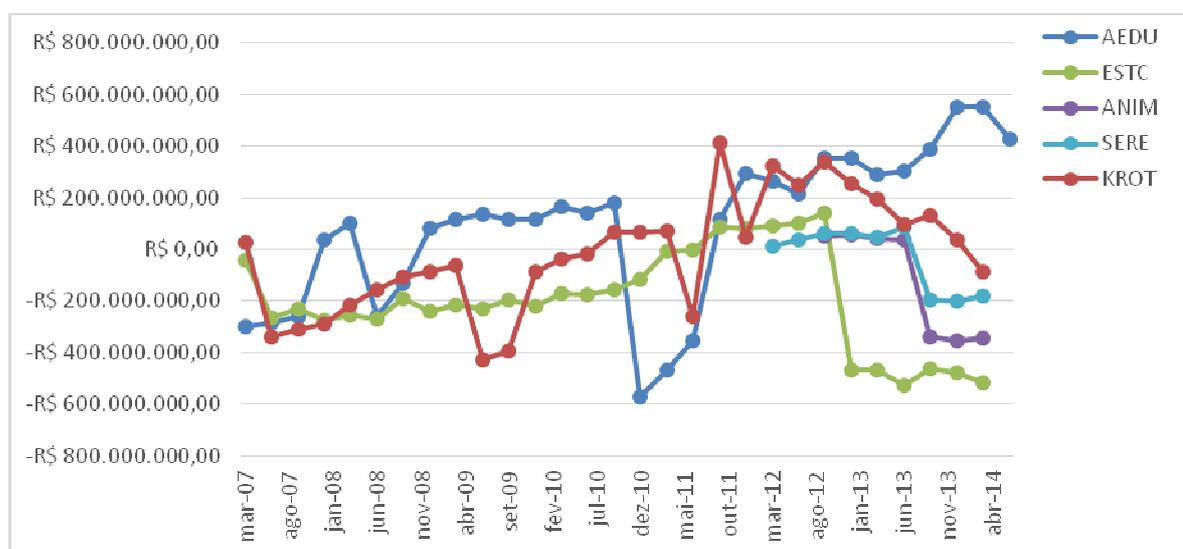
Gráfico 17 – Dívida Bruta Total



Fonte: Economática (2014).

A dívida líquida é a soma de todas as obrigações financeiras de uma empresa, sejam elas empréstimos, debêntures, títulos de renda fixa, etc., podendo ser de curto ou longo prazo. Deste montante apurado devem ser descontadas as disponibilidades da empresa, ou seja, a soma dos instrumentos que podem ser considerados como papel moeda. Algumas das empresas pesquisadas apresentam dívida líquida negativa. Assim, no GRAF. 18 são disponibilizados os resultados referentes a dívida líquida total das cinco IES pesquisadas.

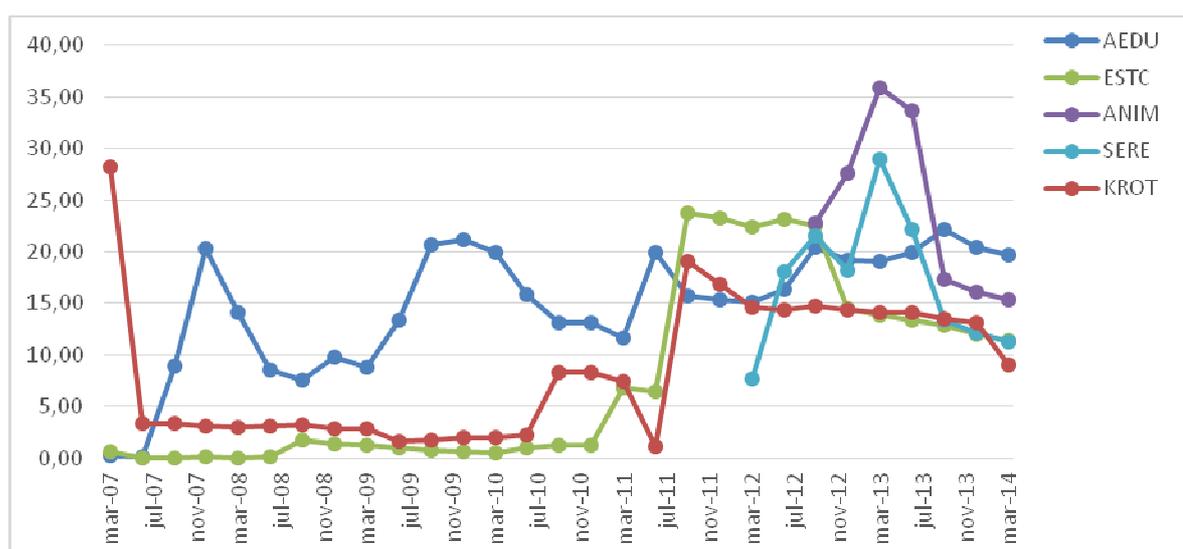
Gráfico 18 – Dívida Líquida Total



Fonte: Economática (2014).

A situação de endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado, na tentativa de gerar lucros. O grau de endividamento da empresa e à sua capacidade de pagamento das dívidas é retratado no GRAF. 19, onde todas as empresas pesquisadas apresentam porcentagens favoráveis em relação Dívida/Ativo.

Gráfico 19 – Dívida Bruta/Ativo Total

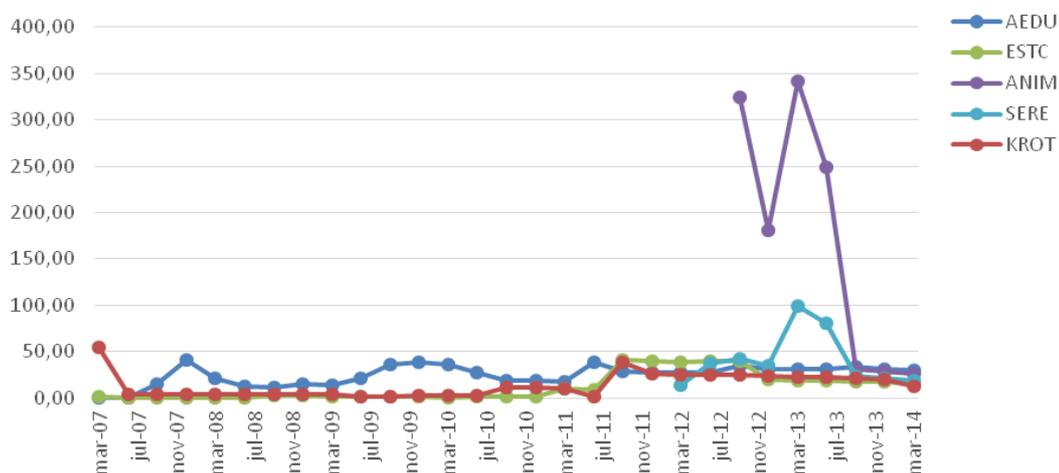


Fonte: Economática (2014).

Já a situação de endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado, na tentativa de gerar lucros. O grau de

endividamento da empresa representa sua capacidade de honrar as suas dívidas, sendo assim, todas as empresas pesquisadas apresentam porcentagens favoráveis em relação ao Dívida/Ativo.

Gráfico 20 – Dívida Bruta/Patrimônio Líquido

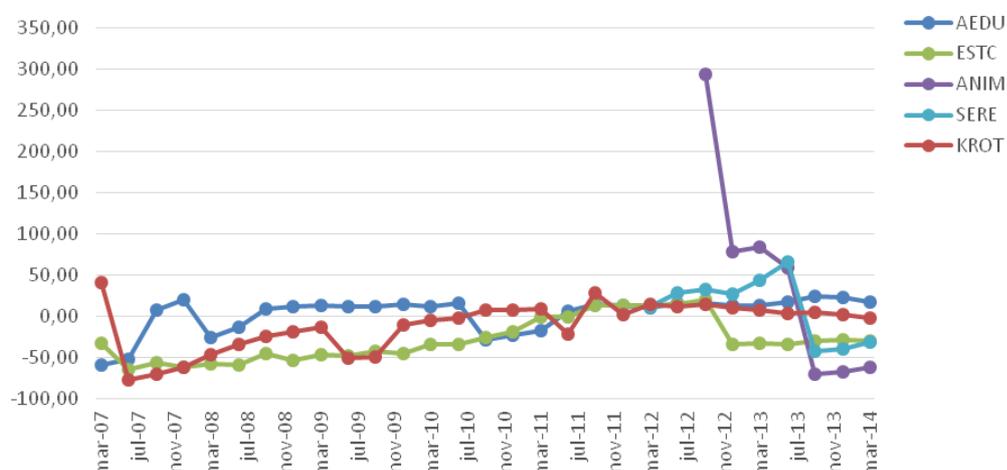


Fonte: Economática (2014).

O Gráfico acima apresenta o Grupo Anima S/A com porcentagens extremamente altas quando comparada sua dívida bruta com o patrimônio líquido, porém com sinais de regressão se comparado aos índices das demais empresas.

O mesmo conceito anterior poderá ser utilizado para o GRAF. 21, com características idênticas para o Grupo Anima S/A.

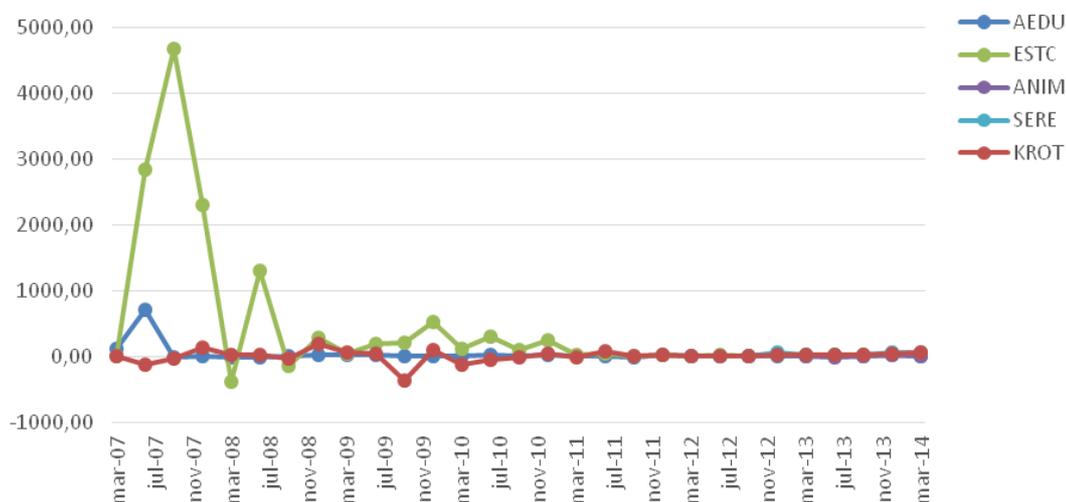
Gráfico 21 – Dívida Líquida/Patrimônio Líquido



Fonte: Economática (2014)

Para o Ebit ou LAJIR no Brasil, apresenta-se de forma consistente quando comparado o índice de todas as empresas pesquisadas. Demonstra-se assim uma uniformidade neste seguimento.

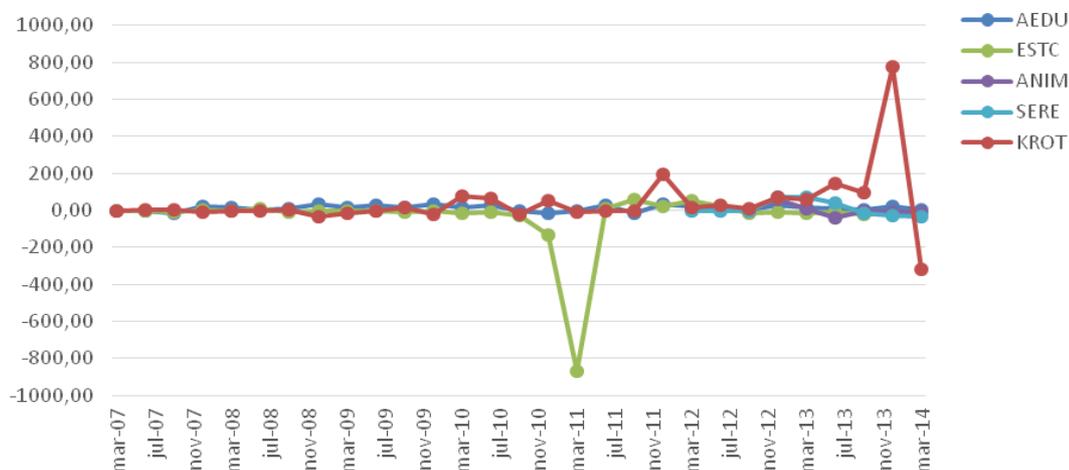
Gráfico 22 – Ebit/Dívida Bruta



Fonte: Economática (2014)

Para uma análise do Ebit sobre a dívida líquida, observa-se no GRAF. 23 que houve queda acentuada no índice da empresa Estácio Participações S/A em determinada data, elevando-se em seguida ao patamar das demais empresas. Atualmente a empresa Kroton Educacional S/A apresenta índice negativo após um período de alta.

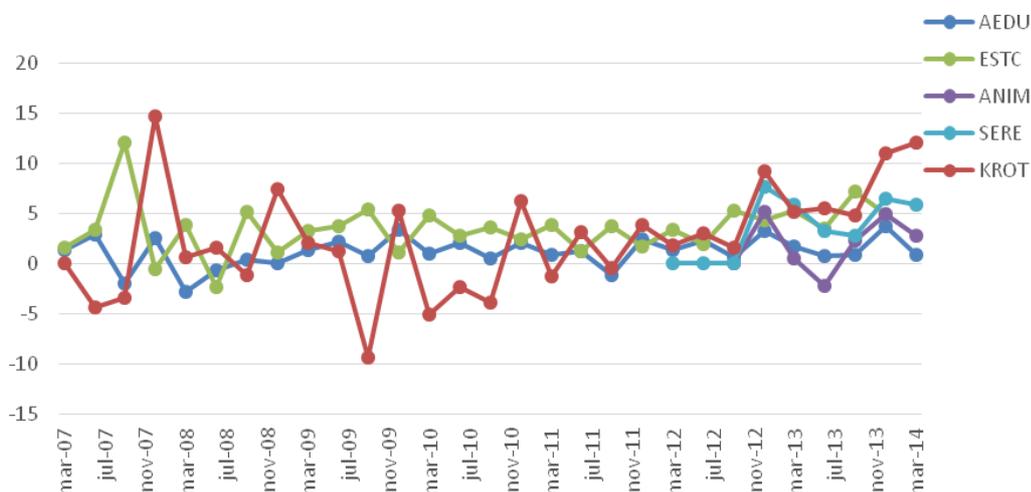
Gráfico 23 – Ebit/Dívida Líquida



Fonte: Economática (2014)

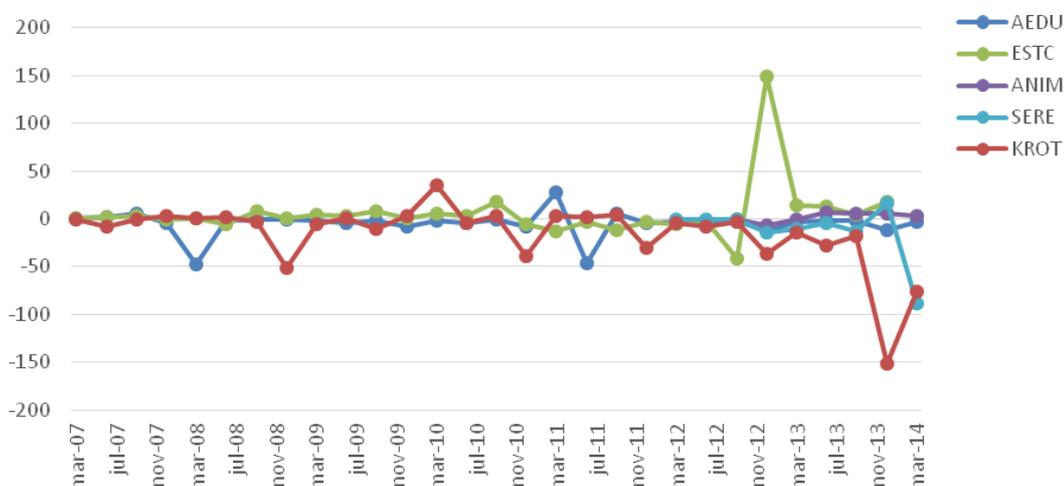
O cálculo dos impostos e das despesas financeiras, dispostos nos GRAF. 24 e 25 é demonstrado pelo Ebit ou Resultado Operacional das empresas.

Gráfico 24 – Ebit/Despesas Financeiras Bruta



Fonte: Economática (2014)

Gráfico 25 – Ebit/Despesas Financeiras Líquidas

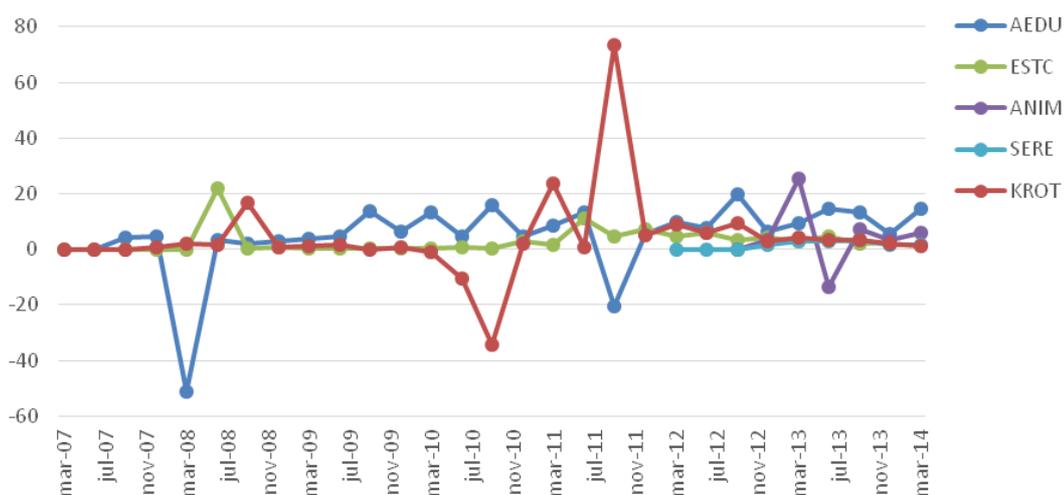


Fonte: Economática (2014)

Percebe-se pelos gráficos acima que as empresas pesquisadas apresentam uma relação quase que negativa em comparação com as suas despesas financeiras, sejam brutas ou líquidas. Observa-se que a empresa Kroton Educacional S/A apresenta constantemente indicadores negativos do Ebit em suas despesas financeiras.

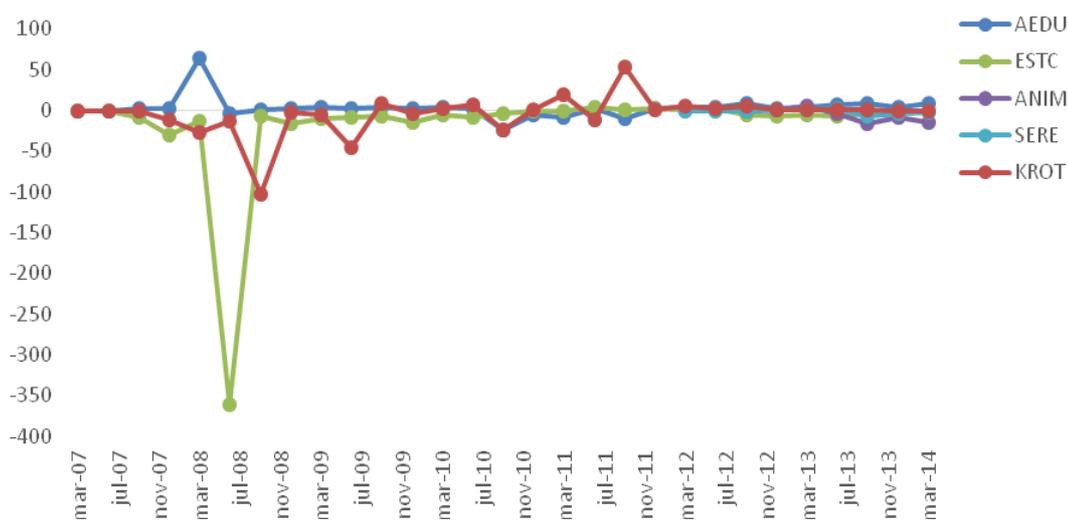
Ao dividir a dívida líquida ou bruta pelo Ebitda, o resultado encontrado será de 1, o que indica que é preciso aguardar um período de pelo menos um ano para que a companhia honre seus compromissos. Esse resultado é interpretado pelos investidores como um sinal de alerta de duas vezes e meia do Ebitda em relação à dívida.

Gráfico 26 – Dívida Bruta/Ebitda



Fonte: Economática (2014)

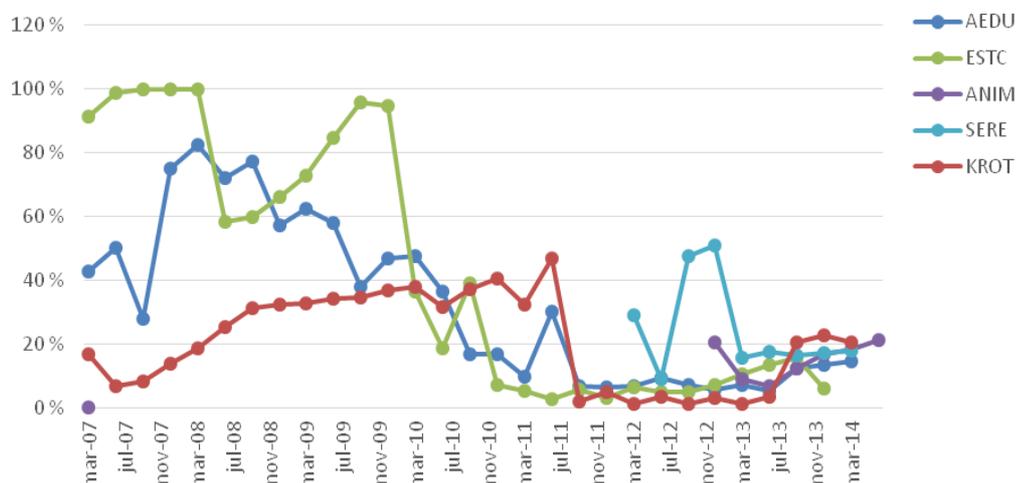
Gráfico 27 – Dívida Líquida/Ebitda



Fonte: Economática (2014)

Com relação aos gráficos acima, salienta-se que somente o GRAF. 27 apresenta situação favorável para as empresas pesquisadas, com ressalva para um curto período para as empresas Anhanguera Educacional S/A e Kroton Educacional S/A.

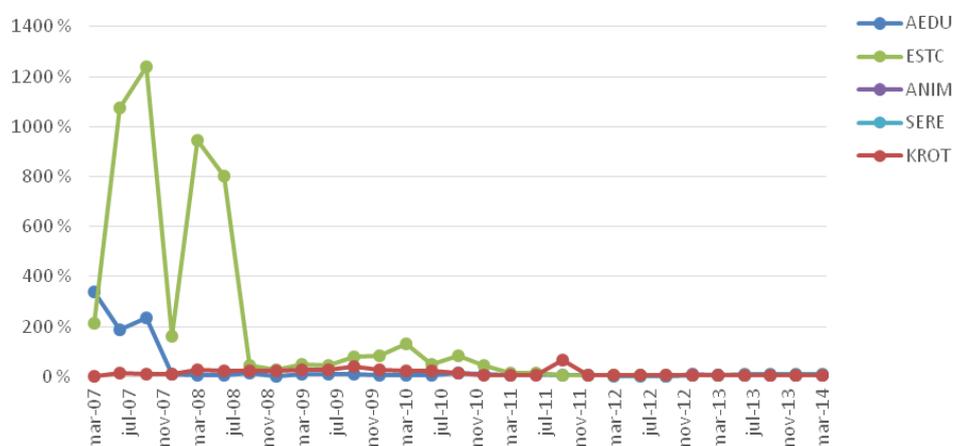
Gráfico 28 – Dívida Capital Próprio/Dívida Total



Fonte: Economática (2014)

No que concerne ao custo do capital próprio, salienta-se que este é maior do que o custo da dívida (capital de terceiros). Assim, considera-se que o capital próprio é mais arriscado enquanto que a dívida oferece uma taxa de retorno previsível, sendo assim, as ações das empresas estão sujeitas a maior flutuação na rentabilidade, além da dívida, possuir prioridade sobre os acionistas no recebimento no caso de falência da empresa caracterizado no GRAF. 28.

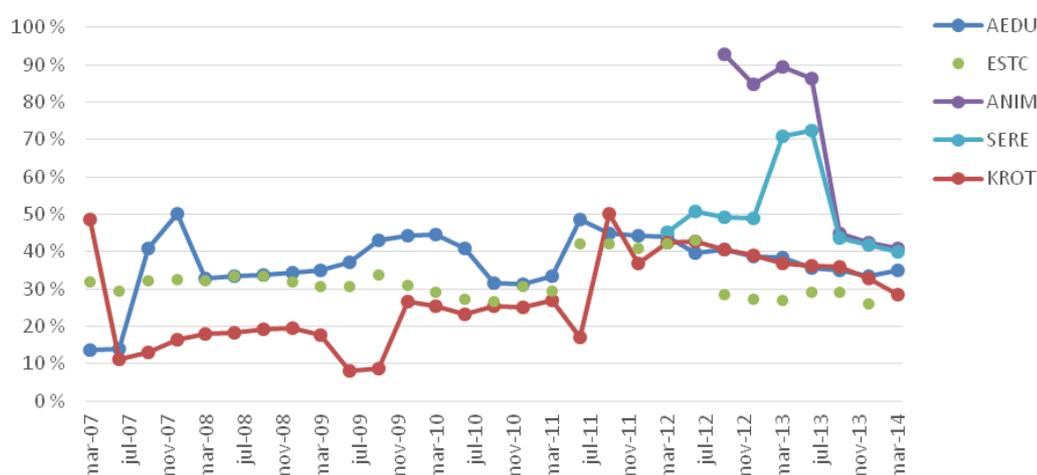
Gráfico 29 – Custo do capital de terceiros



Fonte: Economática (2014)

No quesito custo do capital de terceiros, este indicativo representa a remuneração que a entidade paga para a determinada instituição financeira com relação aos empréstimos obtidos. De acordo com o GRAF. 29 é possível inferir que o mesmo apresenta normalidade em relação à porcentagem que se encontra quase próxima a zero.

Gráfico 30 – Exigível Total/Ativo Total



Fonte: Economática (2014)

Já o GRAF. 30 apresenta a porcentagem do capital de terceiros sobre os recursos totais. Conclui-se baseado nas análises que todas as empresas pesquisadas apresentaram índices superiores a 30%. Essa porcentagem não pode ser considerada significativamente alta em longo prazo, uma vez que esse resultado elevaria excessivamente as despesas financeiras, prejudicando a rentabilidade das empresas.

A partir das análises realizadas, podemos inferir por meio dos cenários apresentados que seus impactos repercutem sobre o comportamento do mercado. O que pode ser percebido pelo Quadro 5.

Quadro 5 - Governança Corporativa - *Ranking* 7 dimensões e pontuações em 100 empresas avaliadas

Posição	Empresa	Setor/ Atividade	Geral	Transparência	Conselho Diretoria	Propriedade Controle	Diretoria Acionista	Contabilidade Auditoria	Gestão/ Risco	Total Pontos	IGC. ajustado
10º	Anhang.	Educ.	7.0	17.0	17.0	3.0	4.0	7.0	3.0	58.0	88,6%
28º	Estác.	Educ.	4.0	15.0	16.0	3.0	5.0	7.0	3.0	53.0	74,3%
83	Kroton	Educ.	4.0	14.0	15.0	3.0	3.0	3.0	1.0	43.0	45,7%

Fonte: América Economia (2015)

Das cinco IES pesquisadas e listadas na BM&F Bovespa a Anhanguera Educacional é a IES que apresenta melhor performance no *ranking* das 100 empresas avaliadas, figurando em 10º lugar com índice ajustado de governança corporativa estimado em 88,6% (AMERICA ECONOMIA, 2015).

Assim, após a apresentação e análise dos dados, são tecidas no próximo capítulo as considerações finais sobre a pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste estudo consistiu em verificar se as características do modelo de Governança Corporativa adotado pela Instituição de Ensino Superior de capital aberto com ações negociadas na BM&F Bovespa influenciam a sua performance econômico-financeira.

Em termos metodológicos, desenvolveu-se uma pesquisa descritiva, de abordagem qualitativa, recorrendo-se ao método do estudo múltiplo-casos. Os dados foram coletados por meio de análise comparativa dos casos, durante um período de seis anos. A apresentação iniciou pela análise individual de cada caso, com a exposição dos atributos de estrutura de propriedade e controle, das práticas de GC, do desempenho financeiro, medido pela análise de balanços e informações publicadas pela BM&F Bovespa, CVM e Economática no período de 2007 a 2013.

Foram realizadas pesquisas sobre publicações acadêmicas, livros, teses artigos e na *internet* com o objetivo de realizar uma análise do contexto macro. Também, foram pesquisados, os dados estatísticos publicados pelo MEC/INEP, BM&F Bovespa, CVM, estudo sobre a forma de constituição de conselhos das IES e análise das demonstrações contábeis, com o desígnio de contextualizar o tema e delinear a pesquisa.

Respondendo aos objetivos específicos estipulados para a pesquisa, foi possível verificar que todas as IES pesquisadas estão inscritas na BM&F Bovespa na categoria denominada Novo Mercado, cumprindo os padrões exigidos pelos agentes do Mercado de Capitais e comprometendo suas atividades com as práticas de excelência da governança.

Com relação à performance econômico-financeira das instituições selecionadas, os dados permitem inferir, por meio da análise de seus índices, que a Anhangera, a Estácio Participações S/A, Kroton, GAEC Educação S/A e a SER Educacional estão em crescente evolução econômica e financeira. As instituições de ensino apresentam crescimento, cenário econômico e financeiro favoráveis, em razão de se

constituírem como pilar do desenvolvimento do País no que tange educação para todos. Conclui-se que das cinco IES pesquisadas a Anhanguera Educacional é a IES que apresenta melhor performance no *ranking* das 100 empresas avaliadas, figurando em 10º lugar com índice ajustado de governança corporativa estimado em 88,6%.

De acordo com os dados da pesquisa, identificou-se que os acionistas minoritários não são consultados com relação às deliberações. O fato das informações serem divulgadas *online* dificulta o acesso às informações pertinentes conforme as diretrizes estabelecidas pelo IBGC e da CVM, o que sugere ser uma forma velada de manter o acionista minoritário longe das tomadas de decisões.

As instituições de ensino por meio da Governança Corporativa apresentaram e ofertaram cursos para a sociedade com respaldo legal. No que tange a performance acadêmica das IES privadas, percebeu-se que todas as cinco instituições obtiveram nota três na análise de indicadores acadêmicos, demonstrando homogeneidade na avaliação da qualidade dos cursos ofertados e equilíbrio entre as cinco IES pesquisadas.

Percebeu-se também, que houve elevação no número de cursos ofertados e aumento considerável no número de alunos em todas as cinco IES privadas, impulsionados em parte pelos programas de financiamento público, desenvolvidos pelo Governo Federal e direcionados ao Ensino Superior particular, o que contribuiu para aumentar o acesso de estudantes de baixa renda à educação superior privada.

Não foi possível verificar de forma clara o número de docentes das instituições, uma vez que em seus demonstrativos esses dados não são divulgados.

No que tange a relação entre as práticas de governança corporativa e performance, o resultado das análises permitiram inferir que tais práticas influenciam positivamente no desempenho das IES privadas, uma vez que as estruturas estáveis de GC contribuem diretamente para o bom desempenho financeiro.

Quanto às limitações que se impuseram ao estudo, cita-se a impossibilidade de realização de observações diretas no dia a dia do trabalho das empresas pesquisadas. Os dados relativos à performance acadêmica e econômico financeiro são amplos, dispersos e sem um padrão de normalização, o que demanda do pesquisador um conhecimento vasto sobre inúmeros campos a saber, contabilidade, administração, economia, estatística e informática. Ressalta-se, também, o grau de complexidade na análise dos dados.

A pesquisa foi realizada no setor educacional e foi limitada as IES privadas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Entretanto, as limitações devem ser observadas como oportunidades para o desenvolvimento do tema tratado na dissertação.

Sugere-se, para estudos futuros, a realização de pesquisas com empresas privadas que não possuam ações ofertadas na bolsa, bem como realizar comparação entre a performance das IES privadas com ações negociadas na BM&F BOVESPA e IES privadas que não ofertem ações na BM&F BOVESPA, triangulando os resultados dos grupos, a fim verificar se as características do modelo de Governança Corporativa adotado pela Instituição de Ensino Superior de capital aberto com ações negociadas na BM&F Bovespa influenciam a sua performance econômico-financeira e, com isso, ampliar a percepção sobre o tema.

Por fim, espera-se que esta pesquisa possa ter colaborado para melhor compreensão sobre modelo de Governança Corporativa adotado pelas Instituições de Ensino Superior de capital aberto com ações negociadas na BM&F Bovespa.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, E. P. O negócio da escola de marca. **Jornal valor econômico**. 11, 12, 13 jul. 2008.

ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; COSTA, F. M. da. **Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo**: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. RCO – Revista de Contabilidade e Organizações. FEARP/USP, v. 2, n. 2, p. 118 - 131 jan./abr. 2008.

AMÉRICA ECONOMIA. Disponível em:<<http://www.americaeconomia.com/>>. Acesso em: 10 Jan. 2015.

ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2004.

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J; BATISTELLA, F. D. **Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa**: evidências empíricas. Revista de Administração & ccdeil; 2004, RAUSP.

ANHANGUERA. Instituição. Disponível em:< <http://www.anhanguera.com/a-instituicao/>> Acesso em: 05 abr. 2014.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. **Organizational economics**: understanding the relationship between organizations and economic analysis. Londres: Sage, 1996.

BARTZ, C. R. F. Apostila de SIG. FAHOR, 2010.

BIANCHI, M.; SILVA, C. V.; GELATTI, R.; ROCHA, J. M. L. **A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil**: um levantamento da produção. Contexto, Porto Alegre, v. 9, n. 15, 1º semestre 2009.

BM&F. **O que a bolsa faz**. Disponível em:<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

BRUÈRE, A. J.; MENDES-DA-SILVA, W.; SANTOS, J. F. D. Aspectos da governança corporativa de empresas listadas na Bovespa: um estudo exploratório sobre a composição e perfil dos conselhos de administração. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 4, n. 2, 2007.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração, São Paulo**, v. 37, n. 3, jul./set. 2010.

CMC. **Fusões e aquisições no ensino superior**: cenário 2007 a 2011. Disponível em: < <http://www.cmconsultoria.com.br/>> Acesso em: 13 abr. 2014.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. trad. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COSTA, G; S. **A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia Mestrado em Administração de Empresas. Porto Alegre. Set. 2008.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 3 abr. 2014.

DALMÁCIO, F. Z; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J. **Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro**. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., São Paulo, v. 1. p. 1-17, 2010.

DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna. A disciplina e a prática da pesquisa qualitativa. In: DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna (orgs). Planejamento da pesquisa qualitativa: teorias e abordagens. 2 ed. Porto Alegre: ARTMED, 2006.

ESTÁCIO. **Conteúdo**. Disponível em: <www.estacioparticipacoes.com/estacio/2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30092>. Acesso em: 25 mar. 2014.

GAEC. **GAEC educacional S/A**. Disponível em: <<http://www.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

GITMAN, L. J. Princípios de Administração financeira essencial. Trad. Jorge Ritter. 2 ed. Porto Alegre. Bookman. 2001.

GOIS, Antônio. Grupos-educacionais-lancam ações na bolsa e crescem 67%. **Folha de São Paulo**. Disponível em:<<http://www1.folha.uol.com.br/educacao/2008/08/437468-grupos-educacionais-lancam-aco-es-na-bolsa-e-crescem-67.shtml>>. Acesso em: 13 mar. 2014.

HAIR JUNIOR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
HOPER. Estudos de Mercado. **Análise setorial do Ensino Superior Privado**. 2019. Disponível em: <http://ava.unit.br/dokeos/conteudo/biblioteca_pos/POS2092ELEDU/Analise_Setorial_do_Ensino_Superior_Privado.pdf>. Acesso em 05 abr. 2014.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009.

KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2009 – 4o trimestre**: Espelho das Transações Realizadas no Brasil. Disponível em: <<http://www.kpmg.com.br/>>

publicações/ fusoes_aquisicoes/2009 /Fusoes_Aquisicoes_4_trim_2009.pdf >
Acesso em: 03. abr.. 2012.

KROTON. **Histórico**. Disponível em: <www.kroton.com.br/historico>. Acesso em: 24 mar. 2014.

LODI, J. B. **Governança corporativa**: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LÜDKE, Menga e ANDRÉ, Marli E. D. A. **Pesquisa em educação**: abordagens qualitativas. São Paulo: EPU, 1986.

MACHADO, C. A. P. **Responsabilidade social e a criação de valor para as organizações**: um estudo multicasos. Tese de doutorado da Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 2002, SP.

MARCONI, M. D. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**: planejamento e execução de pesquisa, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados. 4 ed. São Paulo: Atlas Editora, 1999.

MASETTO, M. T. Professor universitário: um profissional da educação na atividade docente. In: (Org). **Docência na universidade**. 4. ed. São Paulo: Papirus, 1998.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo. Atlas. 2003.

MEIRELES, A.; PARDINI, D.J.; GONÇALVES, C.A. Concentração de propriedade e controle como mecanismo de governança no sistema financeiro brasileiro. In: **Anais do IX Congresso COPPEAD de Administração**. Rio de Janeiro, nov./2002.

MONKS, Robert A.G.; MINOW, Nell. **Corporate governance**. 3. ed. Oxford: Blackwell, 2004.

MRE. **Denominações das Instituições de Ensino Superior (IES)**. Ministério das Relações Exteriores. 2014. Disponível em: <http://www.dce.mre.gov.br/nomenclatura_cursos.html>. Acesso em: 12 mar. 2014.

OLIVEIRA, D. de Pinho Rebouças de. **Governança corporativa na prática**. S.Paulo: Atlas, 2006.

PAI, L. D. **Governança corporativa e ética nas organizações**. Revista multidisciplinar da UNIESP. saber acadêmico. nº 06 - Dez. 2008.

PFEFFER, J. Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 2, June 1972.

POLIZEL, C.; STEINBERG, H. **Governança corporativa na educação superior**. 1 ed. São Paulo:Saraiva, 2013.

- SANTOS, A. P. **Governança corporativa e desempenho em instituições privadas de ensino superior no estado de minas gerais**. 2007.181 f. .
Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Ciências Empresariais, Universidade Fumec, Belo Horizonte. 2007. Disponível em: <
http://www.fumec.br/anexos/cursos/mestrado/dissertacoes/completa/alexandre_pompeu_daniel_pardini.pdf >. Acesso em: 28 mar. 2014.
- SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey on corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, june, 1997.
- SER Educacional. Disponível em:<<http://www.sereducacional.com/>> Acesso em: 18 abr. 2014.
- SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90**. Revista BNDES, 1998, PPGE.UFRGS.
- SILVA JÚNIOR, A. **Trajetória de crescimento, governança corporativa e gestão universitária: estudo de caso em três instituições de educação superior do tipo familiar**. 2006. 384.f (Tese de doutorado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. 2006. Disponível em: <
http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/6/TESE%20ANNOR.pdf >. Acesso em: 30 mar. 2014.
- SILVEIRA. A. D., PEROBELLI, F. F. C. BARROS, L. A. B. C. **Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil**. RAC, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008.
- SOUR. G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. Rev. Bras. Econ. V.59 nº 4. Rio de Janeiro. Oct./Dec. 2005. SciELO Brasil.
- STALLIVIERI. L. **O Sistema de Ensino Superior do Brasil: características, tendências e perspectivas**. In: Educación superior en América Latina y el Caribe: Sus estudiantes hoy. Primera Edición. Ciudad Universitaria, México, 2007.
- TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa qualitativa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- VIANA. A. S. **Governança corporativa: um panorama da evolução e das dificuldades das organizações brasileiras de agirem efetivamente em compliance às suas diretrizes**. VII CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO 12 e 13 de agosto de 2011.
- VICTÓRIA, L. B. G.; MAEHLER, A. E.; OLIVEIRA, R. M. CASSANEGO JR., P. **Governança corporativa: principais diferenças entre os modelos anglo-saxão e nipo-germânico**. XVI CIC pesquisa e responsabilidade ambiental. IX Encontro de Pós-graduação. 2007. Disponível em: <

http://www2.ufpel.edu.br/cic/2007/cd/pdf/SA/SA_00876.pdf> Acesso em: 18 abr. 2014.

YIN, R. K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 3. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.