

## **Relação entre os incentivos fiscais decorrentes do PROUNI e o desempenho de mercado das companhias educacionais listadas na B3**

### **Autoria**

Fabiano de Castro Liberato Costa - [fabiano.liberato.costa@gmail.com](mailto:fabiano.liberato.costa@gmail.com)

PPGCC - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis / FURB - Universidade Regional de Blumenau

Adriana Kroenke - [akroenke@furb.br](mailto:akroenke@furb.br)

Prog de Pós-Grad em Admin/Centro de Ciências Sociais Aplic - PPGAd/CCSA / FURB - Universidade Regional de Blumenau

### **Resumo**

O Programa Universidade para Todos (PROUNI) confere às empresas educacionais que a ele aderirem isenções fiscais, em contrapartida à oferta de bolsas de estudo a estudantes de baixa renda. Considerando que os incentivos fiscais do PROUNI constituem um intangível não reconhecido contabilmente que pode influenciar o valor de mercado das empresas que a eles fazem jus, o presente estudo teve como objetivo analisar o efeito desses incentivos no desempenho de mercado de empresas educacionais de capital aberto no Brasil. A amostra correspondeu a quatro conglomerados do setor de educação superior listados na B3, analisados em um período de 10 anos, perfazendo 36 observações empresa-ano. Para mensurar o desempenho de mercado, foram utilizadas as proxies Market-to-Book, Q de Tobin e índice Preço/Lucro. Os resultados apontam para a existência de uma relação positiva e significativa entre o valor das isenções do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas educacionais, mas apenas quando são utilizadas as proxies Q de Tobin e Preço/Lucro. A conclusão é que, ao mesmo tempo em que o programa tem o mérito de ampliar o acesso à educação superior, ele interfere na economia ao elevar artificialmente, com uso de recursos públicos, o valor de mercado das empresas educacionais.

## RELAÇÃO ENTRE OS INCENTIVOS FISCAIS DECORRENTES DO PROUNI E O DESEMPENHO DE MERCADO DAS COMPANHIAS EDUCACIONAIS LISTADAS NA B3

### Resumo

O Programa Universidade para Todos (PROUNI) confere às empresas educacionais que a ele aderirem isenções fiscais, em contrapartida à oferta de bolsas de estudo a estudantes de baixa renda. Considerando que os incentivos fiscais do PROUNI constituem um intangível não reconhecido contabilmente que pode influenciar o valor de mercado das empresas que a eles fazem jus, o presente estudo teve como objetivo analisar o efeito desses incentivos no desempenho de mercado de empresas educacionais de capital aberto no Brasil. A amostra correspondeu a quatro conglomerados do setor de educação superior listados na B3, analisados em um período de 10 anos, perfazendo 36 observações empresa-ano. Para mensurar o desempenho de mercado, foram utilizadas as *proxies Market-to-Book*, *Q* de Tobin e índice Preço/Lucro. Os resultados apontam para a existência de uma relação positiva e significativa entre o valor das isenções do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas educacionais, mas apenas quando são utilizadas as *proxies Q* de Tobin e Preço/Lucro. A conclusão é que, ao mesmo tempo em que o programa tem o mérito de ampliar o acesso à educação superior, ele interfere na economia ao elevar artificialmente, com uso de recursos públicos, o valor de mercado das empresas educacionais.

**Palavras-chave:** Incentivos Fiscais, PROUNI, Desempenho de Mercado, Empresas de Serviços Educacionais

### 1 Introdução

O cenário da educação superior no Brasil sempre se revelou desafiador, sobretudo no que diz respeito ao seu financiamento. A histórica escassez de vagas para ingresso no ensino superior decorria, por um lado, das dificuldades enfrentadas pelo poder público para ampliar a oferta, e por outro, da incapacidade de grande parcela da população de arcar com os custos da educação privada, o que desestimulava a ampliação de vagas na rede privada (Haas & Pardo, 2017).

Ao longo das décadas, diversos governos enfrentaram a questão do financiamento da educação superior fazendo uso, principalmente, de programas de financiamento estudantil. Em 1975, o governo federal lançou o Programa de Crédito Educativo (CREDUC). O programa consistia em fornecer empréstimos a estudantes para pagamento de suas anuidades em Instituições de Ensino Superior (IES) privadas. O CREDUC foi descontinuado em 1997, devido à dificuldade de correção dos débitos pela inflação e à alta taxa de inadimplência, tendo sido substituído, em 1999, pelo Programa de Financiamento Estudantil (FIES) (Miranda & Azevedo, 2020; Resende, 2018).

A evolução dos programas de financiamento propiciou o aumento da participação das instituições privadas no sistema de ensino superior no Brasil. De acordo com Corbucci, Kubota e Meira (2016), em 1960 as matrículas em cursos de graduação eram distribuídas na proporção de 58,6% em instituições públicas e 41,4% em instituições privadas. À medida em que os programas de financiamento estudantil, especialmente o CREDUC e o FIES, eram ampliados, essa proporção foi se invertendo, de modo que em 2010 a proporção das matrículas era de apenas 26,8% em instituições públicas, e de 73,2% em instituições privadas (Corbucci et al., 2016; Resende, 2018).

Essa expressiva ampliação na oferta por parte das IES privadas resultou na ociosidade de vagas, cujo número, em alguns casos, era superior até mesmo ao número de formandos no ensino médio (Carvalho, 2006; Haas & Pardo, 2017). Ao mesmo tempo, a demanda pelo acesso ao ensino superior parecia reprimida, tendo em vista as já apontadas dificuldades que parcela considerável dos estudantes enfrentava para adimplir os débitos do FIES (Carvalho, 2006).

Assim, o excesso de oferta, caracterizado pela existência de vagas ociosas nas instituições privadas, aliado à restrição da demanda, caracterizada pela incapacidade financeira de parcela considerável da população em arcar com os custos da educação superior, apesar da existência de empréstimos subsidiados pelo governo, formaram um cenário que possibilitou a criação de um programa que, ao mesmo tempo em que preencheria as vagas ociosas das IES privadas, permitiria o acesso à educação superior para a parcela da população considerada de baixa renda. Foi diante desse cenário, portanto, que o governo federal criou o Programa Universidade para Todos (PROUNI), mediante a edição da Medida Provisória nº 213/2004, posteriormente convertida na Lei nº 11.096/2005.

O PROUNI caracteriza-se pela concessão de incentivos fiscais às IES privadas que a ele aderirem, as quais, em contrapartida, devem oferecer bolsas de estudo integrais ou parciais a estudantes de baixa renda. Os incentivos fiscais concedidos no âmbito do PROUNI consistem na isenção de quatro tributos federais: Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e Contribuição para o Programa de Integração Social (PIS). Na visão de Carvalho (2006), a renúncia fiscal do PROUNI tornou viável o preenchimento das vagas ociosas nas IES privadas.

Haas e Pardo (2017) estudaram os efeitos financeiros do PROUNI em uma IES privada, e constataram que, no período de 2008 a 2010, a economia fiscal alcançada pela IES a partir das isenções do PROUNI superou em mais de 400% os valores dispendidos com as bolsas de estudo. No mesmo sentido, Miranda e Azevedo (2020) afirmam que o PROUNI, além de ser um instrumento de democratização do acesso ao ensino superior, também constitui uma política de incentivo ao crescimento do setor privado e à financeirização da área educacional.

Com base em dados do Ministério da Educação (MEC), Miranda e Azevedo (2020) calcularam em R\$ 7,026 bilhões o valor total das isenções tributárias no âmbito do PROUNI entre os anos de 2006 a 2015 (valores a preços de janeiro de 2016, corrigidos pelo IPCA). Para esses autores, o grande aporte de recursos públicos nas IES privadas, seja via PROUNI, seja via FIES, possibilitou o surgimento de grandes conglomerados educacionais privado-mercantis, mediante operações de fusões e aquisições de empresas educacionais, formando um grande oligopólio. Ainda segundo Miranda e Azevedo (2020), o rápido crescimento do setor privado, impulsionado por recursos públicos oriundos de isenções fiscais, ganhou novas configurações a partir de 2007, com a abertura de capital de diversos grupos educacionais. Desta maneira, consolidou-se um mercado educacional nacional, que, ao intensificar sua dimensão privada, deslocou a educação da esfera de direito social para a esfera do mercado (Miranda & Azevedo, 2020). No mesmo sentido são as conclusões de Carvalho (2006) e Haas e Pardo (2017), que sustentam que as isenções tributárias do PROUNI proporcionam ganhos financeiros para o setor, contribuindo para sua expansão.

Conforme relatou Carvalho (2006), as IES privadas promoveram intenso *lobby* no Congresso Nacional durante a tramitação da Medida Provisória que instituiu o PROUNI. Houve também intensa propaganda nos principais jornais do País, mediante matérias pagas que manifestavam apoio ao programa então recém-criado. Essa movimentação das IES privadas revelou que, antes mesmo da efetiva implementação do PROUNI, já se vislumbrava sua excepcional capacidade em transformar e dinamizar o mercado educacional privado.

Carvalho (2013) abordou com bastante propriedade o fenômeno da mercantilização da educação superior e as estratégias de mercado das empresas educacionais, destacando a

profissionalização da gestão, a transfiguração de universidades e centros universitários em grandes conglomerados ou holdings, e o processo de fusões, aquisições e abertura de capital na bolsa de valores (*Initial Public Offerings* - IPO's), inclusive com o ingresso de capital estrangeiro.

O intenso aporte de recursos públicos nas IES privadas motivou os pesquisadores a indagar se tais recursos não teriam sido melhor aplicados na expansão das vagas nas IES públicas, ao invés de terem sido investidos na privatização do ensino superior (Carvalho, 2006; Haas & Pardo, 2017; Miranda & Azevedo, 2020).

Os estudos anteriores sugerem, portanto, que o aporte de recursos públicos via FIES e PROUNI estaria associado ao sucesso financeiro das IES privadas. Entretanto, a literatura ainda é limitada no que se refere à constatação empírica dessa associação. Preenchendo esta lacuna, esta pesquisa tem o objetivo de analisar, especificamente quanto ao PROUNI, de que maneira os recursos públicos destinados às IES privadas estão relacionados ao seu desempenho de mercado. Assim, este estudo buscou responder à seguinte questão de pesquisa: **qual a relação entre os incentivos fiscais do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas de serviços educacionais brasileiras?** Nesse sentido, o objetivo da pesquisa é analisar a relação entre as isenções do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas educacionais listadas na B3.

Os indicadores de desempenho empresarial podem incorporar tanto aspectos financeiros, tais como lucratividade e crescimento da receita, quanto aspectos relacionados ao valor da firma (Padilha, Silva, Silva e Gonçalves, 2017). Neste estudo, o desempenho das empresas de serviços educacionais foi analisado pela ótica do mercado, isto é, com foco nos indicadores de desempenho que incorporam o valor das ações no mercado de capitais.

O presente estudo contribui com a literatura ao oferecer sustentação empírica para o argumento de que o recente desenvolvimento do mercado educacional privado decorreu de expressivo aporte de recursos públicos. Ele se diferencia do trabalho de Carvalho (2013) pela abordagem quantitativa do fenômeno, trazendo dados empíricos que confirmam os efeitos significativos dos aportes de recursos públicos no desempenho de mercado das empresas educacionais.

Assim, ao estudar o montante das isenções do PROUNI como um dos determinantes do valor de mercado dos conglomerados educacionais brasileiros, este estudo contribui com a discussão a respeito da efetividade do programa, e ajuda pesquisas futuras a encontrar uma resposta adequada à questão a respeito de quem são seus reais beneficiários: os estudantes bolsistas ou os acionistas das IES privadas?

O presente trabalho está estruturado em seções, sendo que a próxima apresenta a fundamentação teórica, abordando o PROUNI e a relação entre os benefícios fiscais dele decorrentes e o desempenho de mercado. A terceira seção apresenta os procedimentos metodológicos utilizados, enquanto a quarta apresenta e discute os resultados do modelo estatístico adotado. Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões, limitações e apontamentos para estudos futuros.

## 2 Fundamentação teórica

Esta pesquisa fundamenta-se tanto na literatura acerca do PROUNI, produzida essencialmente no campo da Educação, quanto na literatura do campo de Finanças, com destaque para os estudos que investigaram o valor econômico das empresas. Esta seção apresenta uma revisão dessas duas linhas de pesquisa.

## 2.1 PROUNI

A Lei nº 11.096/2005 instituiu o PROUNI e permitiu que as IES privadas com ou sem fins lucrativos pudessem a ele aderir por meio da assinatura de um Termo de Adesão com prazo de vigência de 10 anos, renovável por iguais períodos. Ao aderir ao programa, a IES está obrigada a oferecer, no mínimo, uma bolsa de estudos integral a cada 10,7 (dez inteiros e sete décimos) estudantes pagantes. Alternativamente, a IES privada pode oferecer uma bolsa integral a cada 22 estudantes pagantes, desde que ofereça, adicionalmente, bolsas parciais de 50% ou de 25%, na proporção necessária para que a soma dos benefícios concedidos atinja o equivalente a 8,5% de sua receita anual (Brasil, 2005).

As bolsas integrais só podem ser destinadas a estudante não portador de diploma de curso superior, que tenha cursado o ensino médio completo em escola da rede pública ou em instituições privadas como bolsista integral, e cuja renda familiar per capita não ultrapasse um salário-mínimo e meio. Para a destinação das bolsas parciais de 25% ou 50%, o estudante não pode ter renda familiar per capita superior a três salários-mínimos, mantidos os requisitos relativos a não possuir diploma de curso superior e a ter cursado todo o ensino médio na rede pública, ou na rede privada como bolsista integral (Brasil, 2005). Ressalte-se que a possibilidade de ofertar bolsas de 25% foi revogada pela Medida Provisória nº 1.075/2021, permanecendo no programa as ofertas de bolsas integrais e parciais de 50%.

Em contrapartida a essa oferta de bolsas, as IES participantes do programa fazem jus à isenção de tributos sobre o lucro (IRPJ e CSLL) e sobre o faturamento (COFINS e PIS). Registre-se que somente as IES optantes pela tributação com base no lucro real fazem jus às isenções do IRPJ e da CSLL, uma vez que essas isenções devem ser apuradas por meio do lucro da exploração, cujo cálculo não é compatível com os regimes de tributação do lucro presumido ou arbitrado. Assim, assumindo a tributação pelo lucro real, a incidência desses quatro tributos nas IES privadas pode ser resumida conforme disposto na Tabela 1.

**Tabela 1 - Incidência de tributos federais nas IES privadas**

Tributo	Com fins lucrativos		Sem fins lucrativos			
	Normal	PROUNI	Confessional/comunitária		Filantrópica (beneficente)	
			Normal	PROUNI	Normal	PROUNI
IRPJ	25% sobre o lucro	-	-	-	-	-
CSLL	9% s/ lucro	-	-	-	-	-
COFINS	7,6% s/ receita	-	3% s/ receita	-	-	-
PIS	1,65% s/ receita	-	1% s/ folha	-	1% s/ folha	-
INSS patronal	20% s/ folha	20% s/ folha	20% s/ folha	20% s/ folha	-	-

Fonte: Adaptado de Carvalho (2006).

De plano, verifica-se que o PROUNI foi desenhado para proporcionar um benefício fiscal maior do que o custo das bolsas de estudo que deveriam ser oferecidas. Isso porque a lei exigia um comprometimento mínimo de 8,5% da receita anual com as bolsas integrais e parciais ofertadas, ao passo que somente a isenção de PIS e COFINS já representava uma economia de 9,25% da receita, sem contar os benefícios do IRPJ e CSLL. Com base nesse simples cálculo, pode-se argumentar que a grande diferença entre a economia fiscal e os investimentos em bolsas identificados por Haas e Pardo (2017), da ordem de 400%, era decorrente da própria estrutura normativa do PROUNI, e, nesse sentido, um efeito conscientemente pretendido pelos formuladores da política pública.

Ainda analisando a Tabela 1, verifica-se que, antes do PROUNI, as IES privadas com fins lucrativos estavam sujeitas a todos os tributos federais como qualquer outra pessoa jurídica mercantil. Ainda na situação anterior à instituição do PROUNI, as IES privadas sem fins lucrativos, fossem elas beneficentes ou não, não estavam sujeitas ao IRPJ e nem à CSLL, por força da imunidade tributária prevista na alínea c do inciso VI do art. 150 da Constituição

Federal, cujos requisitos para usufruto foram estabelecidos no art. 12 da Lei nº 9.532/97 (Brasil, 1988, 1997).

Considerando ainda a situação anterior ao PROUNI, as IES sem fins lucrativos não enquadradas como beneficentes apuravam a COFINS à alíquota de 3% sobre a receita, e o PIS e a contribuição patronal ao INSS às alíquotas de 1% e 20% sobre sua folha de pagamento, respectivamente. Já as IES sem fins lucrativos enquadradas como beneficentes, isto é, as que atendiam os requisitos do art. 55 da Lei nº 8.212/91, que regulava a imunidade tributária prevista no § 7º do art. 195 da Constituição Federal, eram isentas da COFINS e da contribuição patronal ao INSS, sendo obrigadas apenas à apuração do PIS à alíquota de 1% sobre a folha (Brasil, 1988, 1991).

Um aspecto importante das imunidades tributárias concedidas às instituições de educação sem fins lucrativos diz respeito aos requisitos para seu gozo. De especial interesse são os requisitos relativos à: (i) proibição de remunerar, sob qualquer forma, seus dirigentes, diretores e conselheiros; e (ii) obrigação de aplicar integralmente seus recursos e seu resultado operacional na manutenção e desenvolvimento de seus objetivos sociais. Ou seja, as IES sem fins lucrativos não podiam distribuir seus eventuais superávits (nomenclatura mais adequada a este tipo de entidade, já que, por definição, ela não poderia apurar lucro) sob pena de perda da imunidade tributária. Para maior clareza, reproduz-se abaixo os textos legais, nas redações vigentes quando da criação do PROUNI:

Constituição Federal de 1988:

*Art. 150. Sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios:*

(...)

*VI - instituir impostos sobre:*

(...)

*c) patrimônio, renda ou serviços dos partidos políticos, inclusive suas fundações, das entidades sindicais dos trabalhadores, **das instituições de educação e de assistência social, sem fins lucrativos**, atendidos os requisitos da lei; (negrito acrescentado)*

(...)

*Art. 195. A seguridade social será financiada por toda a sociedade, de forma direta e indireta, nos termos da lei, mediante recursos provenientes dos orçamentos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e das seguintes contribuições sociais:*

(...)

*§ 7º São isentas de contribuição para a seguridade social as entidades beneficentes de assistência social que atendam às exigências estabelecidas em lei.*

Lei nº 9.532/97:

*Art. 12. Para efeito do disposto no art. 150, inciso VI, alínea "c", da Constituição, considera-se imune a instituição de educação ou de assistência social que preste os serviços para os quais houver sido instituída e os coloque à disposição da população em geral, em caráter complementar às atividades do Estado, sem fins lucrativos.*

(...)

*§ 2º Para o gozo da imunidade, as instituições a que se refere este artigo, estão obrigadas a atender aos seguintes requisitos:*

- a) não remunerar, por qualquer forma, seus dirigentes pelos serviços prestados;*
- b) aplicar integralmente seus recursos na manutenção e desenvolvimento dos seus objetivos sociais;*

Lei nº 8.212/91:

*Art. 55. Fica isenta das contribuições de que tratam os arts. 22 e 23 desta Lei a entidade beneficente de assistência social que atenda aos seguintes requisitos cumulativamente:*

(...)

*IV - não percebam seus diretores, conselheiros, sócios, instituidores ou benfeitores, remuneração e não usufruam vantagens ou benefícios a qualquer título;*

*V - aplique integralmente o eventual resultado operacional na manutenção e desenvolvimento de seus objetivos institucionais apresentando, anualmente ao órgão do INSS competente, relatório circunstanciado de suas atividades.*

Voltando à Tabela 1, é possível perceber que as instituições mais beneficiadas com o advento do PROUNI foram aquelas com fins lucrativos, que não faziam jus às imunidades tributárias concedidas às entidades sem fins lucrativos, e passaram, a partir da adesão ao programa, a ser isentas dos tributos sobre o lucro e sobre a receita (Carvalho, 2006).

Desta forma, excetuada a contribuição ao INSS, a adesão ao PROUNI conferiu às IES privadas com fins lucrativos os mesmos benefícios fiscais das IES filantrópicas, porém sem as restrições quanto à remuneração de seus administradores e, principalmente, quanto à distribuição de lucros e dividendos, permitindo que as empresas educacionais passassem a distribuir a seus sócios e acionistas valores substanciais de lucros sem qualquer tributação, nem na pessoa jurídica, nem na pessoa física, haja vista a isenção de que goza a distribuição de dividendos, por força do art. 10 da Lei nº 9.249/95 (Brasil, 1995).

Essa nova possibilidade incentivou grande número de IES sem fins lucrativos a transformar sua natureza jurídica para a de sociedades empresárias, ou seja, com fins lucrativos (Carvalho, 2013). O incentivo a essa transformação era tão evidente e pretendido pelos formuladores da política pública que a própria lei instituidora do PROUNI previu essa possibilidade em seu artigo 13 (Brasil, 2005). Não apenas isso: a lei facilitou e estimulou essa transformação, mediante a concessão de novo benefício fiscal: como a entidade beneficente que se transformasse em empresa educacional passaria a ter que pagar a cota patronal da contribuição ao INSS, a lei estabeleceu que essa nova incidência seria aplicada de forma gradual, durante o prazo de cinco anos, ou seja, o valor da contribuição seria apurado à razão de 20% da contribuição devida em cada ano. Para maior clareza, reproduz-se abaixo o citado art. 13 da Lei nº 11.096/05:

*Art. 13. As pessoas jurídicas de direito privado, mantenedoras de instituições de ensino superior, **sem fins lucrativos**, que adotarem as regras de seleção de estudantes bolsistas a que se refere o art. 11 desta Lei e que estejam no gozo da isenção da contribuição para a seguridade social de que trata o § 7º do art. 195 da Constituição Federal, **que optarem, a partir da data de publicação desta Lei, por transformar sua natureza jurídica em sociedade de fins econômicos**, na forma facultada pelo art. 7º-A da Lei nº 9.131, de 24 de novembro de 1995, **passarão a pagar a quota patronal para a previdência social de forma gradual, durante o prazo de 5 (cinco) anos, na razão de 20% (vinte por cento) do valor devido a cada ano, cumulativamente, até atingir o valor integral das contribuições devidas.***

*Parágrafo único. A pessoa jurídica de direito privado transformada em sociedade de fins econômicos passará a pagar a contribuição previdenciária de que trata o caput deste artigo a partir do 1º dia do mês de realização da assembléia geral que autorizar a transformação da sua natureza jurídica, respeitada a gradação correspondente ao respectivo ano. (grifos acrescentados)*

A transformação de IES privadas sem fins lucrativos em empresas educacionais com grande capacidade de distribuir lucros não tributados é um aspecto fundamental para a compreensão dos fenômenos da financeirização, oligopolização e internacionalização descritos por Carvalho (2013). Para essa autora, a instituição do PROUNI permitiu às IES privadas ter acesso a recursos públicos indiretos e, ao mesmo tempo, aos mercados financeiros. O acesso ao mercado de capitais, por sua vez, permitiu a captação de recursos necessários ao intenso

processo de fusões e aquisições que conferiu ao setor um alto grau de concentração. Carvalho (2013) relata que houve 19 aquisições no setor educacional em 2007, 53 em 2008, 12 em 2009, 20 em 2010 e 27 em 2011, perfazendo 131 operações em um período de cinco anos.

O processo de transformação das IES privadas foi acompanhado da profissionalização da gestão, uma vez que a remuneração dos dirigentes deixou de ser proibida, o que trouxe às IES conceitos já consolidados no mercado e na literatura, a exemplo do entendimento do objetivo da empresa, que transcende a maximização do lucro para centrar sua atenção na maximização do valor da firma (Carvalho, 2013).

## 2.2 Desempenho de mercado

Embora a empresa possa ser justificada e analisada a partir de diversos objetivos, seu fim último é promover a maximização da riqueza de seus acionistas (Araújo & Assaf Neto, 2003). O propósito da maximização do valor de mercado é consequência dos vários objetivos intermediários que podem ser estabelecidos para a empresa.

Tendo em vista esse objetivo de maximização da riqueza do acionista, o lucro tradicional deixa de ser a principal medida de desempenho da empresa (e, por consequência, de seus gestores), cedendo espaço ao conceito de lucro econômico, que leva em conta a variação do valor de mercado da firma (Araújo & Assaf Neto, 2003).

O desempenho de mercado de uma empresa pode ser aferido pelo valor de negociação de suas ações no mercado de capitais (Jost, Kroenke, Hein & Miranda, 2021; Miller & Modigliani, 1961). Enquanto a análise do desempenho financeiro considera grandezas e índices exclusivamente contábeis, geralmente envolvendo em seu cálculo o lucro contábil, a análise do desempenho de mercado incorpora métricas relativas à forma como o investidor externo avalia o potencial da empresa, principalmente no que se refere à expectativa de rentabilidade e de geração de fluxo de caixa futuros.

As expectativas dos investidores são afetadas por informações novas e relevantes que chegam ao mercado, que não reage a informações e eventos já esperados, uma vez que esses eventos já foram considerados no preço das ações (Jost et al., 2021; Lauretti, 2011). Essas expectativas estão relacionadas à capacidade de criação de valor pelas empresas, que, por sua vez, depende da qualidade e quantidade de seus ativos intangíveis (Lauretti, 2011). Ainda segundo Lauretti (2011) o valor dos intangíveis seria influenciado por uma série de direcionadores de valor, entre eles a relação com clientes, o *market share*, as capacidades coletivas dos empregados, e o valor econômico resultante do tratamento da informação, da formação de parcerias estratégicas e da tecnologia empregada no processo produtivo, por exemplo. No mesmo sentido, Kayo, Kimura, Martin e Nakamura (2006) afirmam que o valor econômico de uma empresa é resultado da soma de seus ativos tangíveis e intangíveis. Esses autores afirmam ainda que, do ponto de vista financeiro, o ativo intangível pode ser definido como um direito a benefícios futuros, que não possui corpo físico ou financeiro.

Semelhantemente, do ponto de vista da norma contábil o ativo intangível é definido como um ativo não monetário, identificável e sem substância física (CPC, 2010a). Um ativo identificável é aquele que (i) é separável, isto é, pode ser separado da entidade e vendido separadamente, ou (ii) resulta de direitos contratuais ou legais, independentemente de tais direitos serem transferíveis ou separáveis. As isenções do PROUNI se enquadram na segunda hipótese, pois consistem em direitos decorrentes da lei e da assinatura do Termo de Adesão, cujo prazo de vigência é de 10 anos, renovável por iguais períodos.

A isenção fiscal do PROUNI é um tipo de subvenção governamental (CPC, 2010b), e como tal poderia ser classificada como um ativo intangível (CPC, 2010a). Ressalte-se que, após a assinatura do Termo de Adesão, nem mesmo uma eventual alteração da lei pode retirar da entidade sua isenção do PROUNI, em razão de ter sido concedida por prazo certo e ser

condicionada às regras do programa, conforme preceitua o art. 178 do Código Tributário Nacional (Brasil, 1966).

Entretanto, o ativo intangível representado pelas isenções do PROUNI dificilmente reúne as condições necessárias para ser reconhecido contabilmente, pois seu custo não pode ser determinado com confiabilidade, haja vista as dificuldades de previsão da receita e do lucro futuros no período de 10 anos, sobre os quais são calculadas as isenções. Outra dificuldade está na previsão da ocupação efetiva das bolsas oferecidas nos períodos futuros, uma vez que desde 2014, com a instituição do índice “Proporção de Ocupação Efetiva de Bolsas” (POEB) pela Receita Federal (Brasil, 2013), o montante das isenções deve ser proporcional à ocupação efetiva dessas bolsas. De fato, nenhuma das quatro empresas educacionais pesquisadas reconheceu o direito às isenções como um ativo intangível. Conseqüentemente, forma-se uma diferença considerável entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa, a qual pode ser atribuída aos ativos intangíveis (Lauretti, 2011).

Desse modo, as isenções do PROUNI possuem características compatíveis com as de um ativo intangível não reconhecido, que confere à empresa considerável expectativa de rentabilidade futura, influenciando, desta forma, seu valor de mercado. A existência de expressivos recursos intangíveis determina que a análise do desempenho das empresas de serviços educacionais seja realizada com base em indicadores de mercado, e não com base em indicadores de lucratividade calculados exclusivamente a partir de valores contábeis, tais como ROA (Retorno sobre os Ativos), ROE (*Return on Equity* - Retorno sobre o patrimônio líquido), LPA (Lucro por ação), entre outros. Diante desse contexto, estabelece-se a seguinte hipótese de pesquisa:

*H<sub>1</sub>: As isenções do PROUNI apresentam uma relação positiva com o desempenho de mercado das empresas de serviços educacionais.*

Os indicadores do desempenho de mercado utilizados neste estudo foram o *Market-to-Book*, o Q de Tobin e o índice Preço/Lucro (P/L). O índice *Market-to-Book*, também conhecido como *price to book*, preço/valor contábil ou preço/valor patrimonial, é obtido pela razão entre o valor de mercado das ações da empresa e o valor contábil de seu patrimônio líquido, e representa o quanto uma empresa é valorizada ou desvalorizada pelo mercado em relação ao seu valor contábil (Carvalho, Maia, Louzada & Gonçalves, 2017).

O Q de Tobin, por sua vez, consiste no quociente (q) entre o valor de mercado total da empresa (que corresponde à soma do valor de mercado de suas ações com o valor de mercado de suas dívidas) e o valor de reposição de seus ativos (Carvalho et al., 2017; Nogueira, Lamounier & Colauto, 2010). Tendo em vista as dificuldades em se calcular o q teórico, que envolve a utilização de valores de mercado muitas vezes indisponíveis, utilizou-se, nesse estudo, a aproximação de Chung e Pruitt (1994), que utiliza o valor contábil da dívida e o valor contábil dos ativos, em substituição aos respectivos valor de mercado e valor de reposição. O Q de Tobin tem sido cada vez mais associado, pela literatura, a decisões de investimentos, sendo que se  $q > 1$ , a empresa possui incentivo para investir, visto que o valor do capital investido excede o seu custo, e se  $q < 1$ , não há incentivo para investimento, visto que o custo de reposição é maior do que o valor de mercado da empresa (Dutra, Ceretta, Dalcin & Lamberti, 2018).

Por fim, o índice Preço/Lucro é obtido pela razão entre o preço de mercado da ação e o lucro contábil por ação, e indica o número de anos que um investidor levaria para recuperar o capital inicial aplicado (Godoi, Santos, Montini, Romaro & Bertencelo, 2016).

### 3 Método e procedimentos da pesquisa

Quanto aos objetivos, este estudo classifica-se como descritivo, pois pretende descrever as características de uma população. Quanto à natureza dos dados, o estudo classifica-se como quantitativo, pois se caracteriza pela utilização de números e medidas estatísticas que possibilitam descrever a população e o fenômeno, verificando a existência de associações entre variáveis. Quanto ao grau de interferência do pesquisador, o estudo classifica-se como não interferente, pois não envolve a participação direta do pesquisador na coleta de dados (Gil, 2019). No caso, foram utilizadas como fontes documentais da pesquisa as Notas Explicativas e os Relatórios da Administração, constantes nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no website da B3, bem como os valores constantes na base de dados *Refinitiv Eikon*®.

Esta seção destina-se a apresentar os métodos e procedimentos adotados no desenvolvimento do presente estudo, incluindo a definição da amostra, a descrição dos constructos da pesquisa, e os procedimentos de coleta e análise dos dados.

### 3.1 População, amostra e coleta dos dados

A fim de atingir o objetivo proposto, foi desenvolvido um estudo que teve como população todas as empresas listadas no segmento de serviços educacionais da bolsa de valores brasileira (B3), conforme apresentado na Tabela 2.

**Tabela 2 - População do estudo**

Setor econômico: Consumo Cíclico		
Subsetor: Diversos		
Segmento: Serviços Educacionais		
Empresa	Código de pregão	Compõe a amostra
ÂNIMA HOLDING S.A.	ANIM	Sim
BAHEMA EDUCAÇÃO S.A.	BAHI	Não
COGNA EDUCAÇÃO S.A.	COGN	Sim
CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.	CSED	Não
SER EDUCACIONAL S.A.	SEER	Sim
YDUQS PARTICIPAÇÕES S.A.	YDUQ	Sim

Fonte: Dados da pesquisa

Tendo em vista o tamanho reduzido da população, a amostra foi obtida por conveniência, considerando a disponibilidade dos dados. Foram excluídas do estudo as empresas BAHEMA e CRUZEIRO DO SUL. A primeira, em razão de ter sido verificado, após leitura das notas explicativas às demonstrações contábeis relativas ao ano de 2020, que seu objeto social não contempla a educação superior, mas somente a educação básica, não sendo, portanto, beneficiária do PROUNI. A segunda, em razão de ter aberto seu capital somente em 2021, o que acarretou a ausência de informações de mercado relativas a períodos anteriores, necessários à pesquisa.

Desta forma, a amostra da pesquisa correspondeu a quatro empresas de serviços educacionais: ANIMA HOLDING, COGNA EDUCAÇÃO, SER EDUCACIONAL e YDUQS PARTICIPAÇÕES.

O período analisado compreendeu os anos de 2011 a 2020. A decisão por não retroagir a análise ao ano de início do PROUNI (2005) se justifica, por um lado, pelo fato de a abertura de capital dessas empresas ter sido realizada em períodos mais recentes, e por outro, pelos benefícios de abranger somente os períodos posteriores à adoção das IFRS (*International Financial Reporting Standards* – padrões internacionais de relatórios financeiros). Excluiu-se o ano de 2010, primeiro ano de adoção obrigatória das IFRS no Brasil, para evitar os vieses que poderiam advir das normas especiais relativas à adoção inicial. Tendo em vista a ausência de informações em alguns períodos, foram descartadas quatro observações, de modo que a amostra final contempla 36 observações empresa-ano.

Os dados contábeis e as cotações de mercado, necessários ao cálculo dos índices de mercado, foram coletados na base de dados da *Refinitiv Eikon*®. Os dados das isenções do PROUNI foram obtidos a partir da leitura das Notas Explicativas das empresas objeto do estudo, mais especificamente da nota de tributos sobre a renda, elaboradas em atendimento ao CPC 32 (CPC, 2009). As Notas Explicativas foram obtidas mediante consulta às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), disponíveis no *website* da B3.

### 3.2 Constructos da pesquisa

Como já mencionado, o desempenho de mercado das empresas educacionais foi mensurado a partir de três indicadores, *Market-to-Book* (M/B), Q de Tobin e índice Preço/Lucro (P/L), que foram tratados como variáveis dependentes em seus respectivos modelos. Como variável independente, foi operacionalizada a variável PROUNI, que corresponde à razão entre as isenções fiscais relativas ao IRPJ e à CSLL e o ativo total da entidade.

A mensuração dos incentivos fiscais do PROUNI a partir das isenções do IRPJ e da CSLL, abandonando-se os valores das isenções relativas ao PIS/COFINS, se deve à indisponibilidade dos valores das últimas. De fato, à exceção da COGNA EDUCAÇÃO S.A. para os anos de 2015 a 2020, as empresas educacionais estudadas não divulgaram em suas Notas Explicativas os valores das isenções de PIS/COFINS decorrentes do PROUNI. Ainda, a coleta dos valores das isenções do IRPJ/CSLL só foi possível devido à exigência de divulgação da conciliação da despesa tributária do IRPJ/CSLL prevista no CPC 32 (CPC, 2009), sendo que não há norma semelhante para o PIS/COFINS. No entanto, é de se esperar que os valores das isenções de PIS/COFINS estejam correlacionados com as isenções de IRPJ/CSLL, de modo que sua ausência no modelo não traz qualquer prejuízo à análise.

A recessão econômica decorrente da pandemia causada pelo vírus SARS-Cov2, bem como seus múltiplos efeitos sobre as instituições de educação, tais como a redução no volume de captação de alunos e o aumento dos índices de inadimplência, pode ter alterado significativamente os direcionadores de valor das empresas, entre eles, as isenções do PROUNI. Por essa razão, decidiu-se estabelecer uma variável dicotômica que identifique o ano de 2020, afetado pela pandemia. Para isso, foi operacionalizada a variável de controle PAND, que integrou o modelo mediante sua interação com a variável PROUNI.

Foi também operacionalizada a variável de controle TAM, que corresponde ao logaritmo natural dos ativos totais da entidade. A Tabela 3 apresenta os constructos do estudo.

**Tabela 3 - Variáveis utilizadas no estudo**

Variável / Definição		Operacionalização	Fonte	Autores
<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>				
M/B	<i>Market to Book</i>	$\frac{VM_{it}}{PL_{it}}$	<i>Refinitiv Eikon</i> ®	Carvalho et al. (2017); Jost et al. (2021)
QTOBIN	Q de Tobin	$\frac{VM_{it} + DIVT_{it}}{Ativo\ Total_{it}}$	<i>Refinitiv Eikon</i> ®	Chung e Pruitt, 1994; Nogueira et al. (2010); Carvalho et al. (2017); Jost et al. (2021)
P/L	Índice Preço/Lucro	$\frac{Preço\ da\ ação_{it}}{Lucro\ por\ ação_{it}}$	<i>Refinitiv Eikon</i> ®	Godoi et al. (2016); Jost et al. (2021)
<b>VARIÁVEL INDEPENDENTE</b>				

PROUNI	Isenções do PROUNI	$\frac{\text{Isenções PROUNI IRPJ/CSLL}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}}$	NE	-
<b>VARIÁVEIS DE CONTROLE</b>				
PAND	Pandemia	$\begin{cases} 1, \text{ se o ano for 2020} \\ 0, \text{ caso contrário} \end{cases}$	-	-
TAM	Tamanho	$\ln(\text{Ativo Total}_{it})$	Refinitiv Eikon®	Brandão, Vasconcelos, Luca e Crisóstomo (2019)

**Notas:**  $VM_{it}$ : Valor de mercado das ações da empresa  $i$ , no ano  $t$ , que corresponde à multiplicação da cotação da ação no último dia útil do ano  $i$ , pela quantidade de ações emitidas. PL = Patrimônio Líquido. DIVT: Dívida total da empresa, que corresponde ao valor contábil das dívidas de curto e longo prazo, subtraído o valor do ativo circulante. NE: Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), constantes no *website* da B3.

Fonte: Dados da pesquisa.

### 3.3 Análise de dados

A relação entre as isenções do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas educacionais listadas na B3 foi verificada a partir da estimação dos coeficientes de três regressões lineares múltiplas, utilizando o método OLS (*Ordinary Least Squares* – mínimos quadrados ordinários), com efeitos fixos de ano, conforme equações abaixo:

$$M/B = \beta_0 + \beta_1 \text{PROUNI} + \beta_2 \text{PROUNI} * \text{PAND} + \beta_3 \text{TAM} + \varepsilon \quad (1)$$

$$QTOBIN = \beta_0 + \beta_1 \text{PROUNI} + \beta_2 \text{PROUNI} * \text{PAND} + \beta_3 \text{TAM} + \varepsilon \quad (2)$$

$$P/L = \beta_0 + \beta_1 \text{PROUNI} + \beta_2 \text{PROUNI} * \text{PAND} + \beta_3 \text{TAM} + \varepsilon \quad (3)$$

Destaca-se que o interesse da análise está nos coeficientes  $\beta_1$ , que mostram o impacto das isenções do PROUNI no desempenho de mercado das empresas educacionais. A próxima seção apresenta os resultados dessas regressões.

## 4 Apresentação e discussão dos resultados

Esta seção apresenta a análise descritiva da amostra, bem como os resultados dos modelos de regressão operacionalizados.

### 4.1 Descrição qualitativa da amostra e estatísticas descritivas

Considerando o tamanho reduzido da amostra, foi possível identificar algumas características dos conglomerados educacionais estudados, indo além da mera demonstração dos aspectos quantitativos revelados pelas estatísticas descritivas. Tais características foram obtidas a partir da leitura das notas explicativas e dos relatórios da administração constantes das DFP mais recentes, ou seja, as relativas ao ano de 2020, e compreendem a quantidade de

empresas e de IES que compõem o grupo econômico, a receita líquida e a quantidade de alunos no matriculados no Ensino Superior. A Tabela 4 apresenta a caracterização dos conglomerados educacionais.

**Tabela 4 - Caracterização dos conglomerados educacionais**

Conglomerado	Empresas consolidadas	IES			Receita líquida (R\$ mil)	Alunos (mil)
		Universidades	Centros Universitários	Faculdades		
ÂNIMA	30	1	12	19	1.421.989	119,4
COGNA	77		176		5.269.144	818,2
SER	21	2	15	39	1.250.463	191,2
YDUQS	38	1	21	50	3.853.737	763

**Notas:** Dados relativos ao ano de 2020. A quantidade de empresas consolidadas inclui a controladora. O conglomerado COGNA não divulgou a classificação acadêmico-administrativa de suas IES.

Fonte: Elaborada pelos autores a partir das Notas Explicativas e dos Relatórios da Administração, constantes nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no *website* da B3.

A Tabela 4 evidencia o alto grau de concentração e oligopolização no setor de educação superior privada, uma vez que, em 2020, apenas quatro companhias educacionais controlavam 336 IES, das quais pelo menos quatro eram universidades, e atendiam cerca de 1.900.000 alunos. Conforme os dados coletados, essas mesmas empresas foram beneficiadas, entre 2011 e 2020, com cerca de R\$ 5,2 bilhões em isenções fiscais decorrentes do PROUNI, considerando apenas o IRPJ e a CSLL. O valor total das isenções certamente é maior, haja vista que os valores relativos ao PIS e à COFINS não são, em regra, divulgados. Trata-se de um volume considerável de recursos públicos.

Assumindo, apenas para simplificação dos cálculos a seguir, que todas as bolsas concedidas no âmbito do programa foram bolsas integrais, que as IES de fato ofereceram a quantidade de bolsas estipulada pelo programa, e que todas as bolsas oferecidas foram efetivamente ocupadas, chega-se ao número estimado de 161.500 alunos atendidos gratuitamente pelas IES privadas participantes do programa. Isso porque o compromisso da IES é oferecer 1 bolsa integral a cada 10,7 alunos pagantes, de modo que a cada 11,7 alunos, 1 seria bolsista integral do PROUNI. Dividindo-se 1 por 11,7, chega-se ao índice aproximado de 8,5% de alunos bolsistas integrais do PROUNI. Recorde-se que esse é exatamente o mesmo percentual exigido de comprometimento da receita anual com a soma dos benefícios concedidos, nos casos de concessão de bolsas parciais. Multiplicando-se 8,5% pelo total de 1.900.000 alunos atendidos, chega-se ao número aproximado de 161.500 bolsistas integrais.

Considerando o custo tributário anual de R\$ 520 milhões, verifica-se que cada bolsa integral do PROUNI teve um custo médio anual de R\$ 3.219,81 no período. Como já abordado, tal valor não engloba as isenções de PIS/COFINS. Entretanto, mesmo se essas isenções fossem computadas, o custo tributário anual de cada bolsa integral do PROUNI dificilmente ultrapassaria cinco mil reais. Esse custo anual médio por bolsista integral é bastante reduzido, muito provavelmente inferior ao custo associado à abertura e manutenção de nova vaga em IES pública, o que configura um aspecto positivo do PROUNI. Ressalte-se esse resultado está em linha com Carvalho (2006), que calculou o custo anual por aluno do PROUNI em R\$ 937,50 para o ano de 2005, pois, embora os valores sejam díspares, a conclusão foi similar: o valor parece bastante reduzido face às despesas das IES privadas para manter essas vagas.

Essa conclusão está em contradição com o estudo de caso de Haas e Pardo (2017), que verificaram que as isenções do PROUNI superaram os custos das bolsas de estudo em mais de 400%. Uma possível explicação para essa disparidade pode estar no fato de que esses autores estudaram apenas uma IES em um curto espaço de tempo (três anos), e antes da instituição da POEB, que limitou o usufruto das isenções à proporção das bolsas efetivamente ocupadas. Em contraste, este estudo analisou 336 IES privadas pelo período de 10 anos.

A leitura das notas explicativas também permitiu constatar a ocorrência da transformação de entidade sem fins lucrativos em sociedade com fins lucrativos. Isso ocorreu em empresas pertencentes a dois conglomerados e corrobora o argumento de Carvalho (2013). Nos dois casos, trata-se da descrição do histórico de empresa adquirida no decorrer do ano objeto das notas explicativas. O primeiro caso foi encontrado nas Notas Explicativas da ANIMA do ano de 2012, p. 55:

*A Unimonte foi constituída através da conversão, em 20 de novembro de 2009, da Associação Educacional do Litoral Santista, associação civil, sem fins lucrativos, com finalidade educativa. Sua constituição original ocorreu em 10 de abril de 1971.*

*Em 20 de dezembro de 2012, a Sociedade, passou a deter 100% de participação no capital social da Unimonte adquirindo 500.035 de suas ações pelo montante de R\$502 pagos na data do acordo mediante transferência eletrônica disponível. O ágio apurado nesta transação de capital foi de R\$16.806. Por se tratar de operações de capital entre acionistas, esse valor foi registrado como Ágio em Transações de capital, conta do patrimônio líquido da controladora.*

O segundo caso foi encontrado nas Notas Explicativas da YDUQS, referentes ao ano de 2011, p. 103:

*À época de sua constituição, a SESES foi reconhecida como entidade sem fins lucrativos, e em razão disso gozava de imunidade e isenção tributária, sendo reconhecida como de utilidade pública no âmbito federal e estadual. Com a transformação da SESES em sociedade com fins lucrativos, em 9 de fevereiro de 2007, a Entidade passou a se sujeitar à carga tributária devida por uma sociedade comercial, ressalvadas as isenções decorrentes à adesão ao PROUNI. A exemplo da SESES, as mantenedoras, embora não tivessem caráter filantrópico, quando de sua constituição também foram reconhecidas como entidades sem fins lucrativos, fazendo jus a determinadas isenções fiscais até 30 de setembro de 2005 quando foram transformadas em sociedades empresariais com fins lucrativos.*

As descrições acima transcritas evidenciam as vantagens de deixar de ser uma entidade sem fins lucrativos, que não podia distribuir lucros, e passar a ser uma entidade com finalidade de lucro, que pode ser distribuído aos sócios sem qualquer tributação.

Passa-se agora a apresentar as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo, conforme disposto na Tabela 5.

**Tabela 5 - Estatísticas descritivas**

	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Percentil 25</b>	<b>Mediana</b>	<b>Percentil 75</b>
M/B	3,2887	2,3775	1,5376	2,3043	4,6340
QTOBIN	1,7611	1,3327	0,8818	1,2948	2,3819
P/L	2,6882	1,5913	1,3693	2,1958	3,7526
PROUNI	0,0307	0,0140	0,0213	0,0309	0,0407
TAM	22,0016	1,0787	21,0717	21,8312	22,3379

Notas: N = 36 observações. M/B: *Market-to-Book*. P/L: índice Preço/Lucro. TAM: Tamanho.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 5 evidencia que, em média, as isenções do PROUNI, relativas tão somente ao IRPJ e à CSLL, correspondem a 3,07% do ativo total das empresas educacionais, anualmente. Observa-se também um índice *Market-to-Book* médio de 3,28, indicando que, em média, o valor de mercado das ações das empresas educacionais é maior do que três vezes o valor de seu patrimônio líquido, refletindo que o mercado valoriza atributos que não estão perfeitamente registrados na contabilidade (Carvalho et al., 2017).

Do mesmo modo, o Q de Tobin médio também é maior do que um, indicando que as empresas possuem incentivos para investir, o que é coerente com a alta incidência de operações de fusões e aquisições apontada por Carvalho (2013) entre os anos de 2007 e 2011. O Q de Tobin médio indica que as empresas continuaram a ter incentivos para investimentos, incluindo investimentos em fusões e aquisições, no período estudado.

A Tabela 6 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis do estudo.

**Tabela 6 - Correlações de Pearson**

Variável	M/B	QTOBIN	P/L	PROUNI	TAM
M/B	1				
QTOBIN	0,965***	1			
P/L	0,954***	0,918***	1		
PROUNI	0,316*	0,352**	0,355**	1	
TAM	-0,480***	-0,376**	-0,532***	-0,545***	1

**Legenda:** BTD: *Book-Tax Differences*; FAM: Empresa Familiar; CA: Comitê de Auditoria; HONOR: honorários de auditoria; FAMxCA: Empresa Familiar x Comitê de Auditoria; BIG4: empresa auditada por uma firma de auditoria BIG Four; TAM: Tamanho; ROA: retorno sobre os ativos. Níveis de significância: \* =  $p < 0,10$ ; \*\* =  $p < 0,05$ ; \*\*\* =  $p < 0,01$ .

Fonte: Dados da pesquisa.

Os coeficientes da Tabela 6 indicam correlações positivas e significativas entre a variável PROUNI e as três variáveis de desempenho de mercado, sugerindo que as isenções do PROUNI podem de fato influenciar positivamente o valor de mercado das empresas educacionais, em linha com  $H_1$ .

## 4.2 Resultados do modelo de regressão

A Tabela 7, Painéis A, B e C, apresenta os resultados das regressões das equações (1), (2), e (3). No Painel A a variável dependente é o *Market-to-Book*, no Painel B, o Q de Tobin, e no Painel C, o índice Preço/Lucro. Nas três regressões, os coeficientes foram estimados utilizando-se o método OLS, com efeitos fixos de ano.

**Tabela 7 - Resultados das regressões**

<b>Painel A: Equação (1). Variável dependente: M/B</b>			
	<b>Coefficiente</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Valor p</b>
Constante	11,3963	1,61	0,121
PROUNI	44,7824	1,52	0,141
PROUNIxPAND	-52,5911	-0,46	0,647
Tamanho (TAM)	-0,3451	-1,10	0,283
Significância do modelo	0,0002***		
R <sup>2</sup>	0,7524		
R <sup>2</sup> Ajustado	0,6232		
DW	1,8694		
VIF máximo	3,43		
N	36		
<b>Painel B: Equação (2). Variável dependente: QTOBIN</b>			
	<b>Coefficiente</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Valor p</b>
Constante	-0,3651	-0,10	0,919
PROUNI	39,8826**	2,70	0,013
PROUNIxPAND	-12,0018	-0,21	0,835
Tamanho (TAM)	0,1023	0,65	0,523
Significância do modelo	0,0000***		
R <sup>2</sup>	0,8014		
R <sup>2</sup> Ajustado	0,6977		
DW	1,8284		

VIF máximo 3,43  
N 36

**Painel C: Equação (3). Variável dependente: índice Preço/Lucro**

	Coefficiente	Estatística <i>t</i>	Valor p
Constante	10,0984**	2.39	0,025
PROUNI	33,1321*	1.89	0,072
PROUNIxPAND	-37,5370	-0.56	0,584
Tamanho (TAM)	-0,3163	-1.69	0,105
Significância do modelo	0,0000***		
R <sup>2</sup>	0,8033		
R <sup>2</sup> Ajustado	0,7006		
DW	1,4096		
VIF máximo	3,43		
N	36		

Níveis de significância: \* = p<0,10; \*\* = p<0,05, \*\*\* = p<0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Resultados não tabulados de estimacões realizadas sem as observacões do ano 2020, e, conseqüentemente, sem a variável PAND, foram semelhantes aos resultados da Tabela 7, o que atesta o acerto da estratégia empírica de operacionalizar a variável dicotômica para diferenciar o ano da pandemia causada pelo vírus SARS-Cov2 dos demais períodos.

Na Tabela 7, Painel A, o coeficiente de PROUNI, embora positivo, não se mostrou significativo, de modo os resultados apurados com base na métrica *Market-to-Book* não podem ser usados para concluir sobre H<sub>1</sub>.

A Tabela 7, Painel B, por sua vez, apresenta um coeficiente positivo e significativo para a variável PROUNI (39,88; p<5%), não rejeitando H<sub>1</sub>. O r<sup>2</sup> ajustado é de 69,77%, sugerindo um bom poder explicativo do modelo.

Semelhantemente, a Tabela 7, Painel C, também apresenta um coeficiente positivo e significativo para a variável PROUNI (33,13; p<10%), não rejeitando H<sub>1</sub>. O r<sup>2</sup> ajustado é 70,06%, bastante similar ao r<sup>2</sup> ajustado do modelo anterior, novamente indicando um bom poder explicativo.

A existência de uma relação positiva e significativa entre as isenções fiscais do PROUNI e o desempenho de mercado, mensurado pelo Q de Tobin e pelo índice Preço/Lucro, sugere que tais isenções constituem um intangível que eleva a expectativa de rentabilidade futura das empresas educacionais, aumentando seu valor de mercado, não rejeitando a hipótese H<sub>1</sub>, podendo-se constatar que as isenções do PROUNI apresentam uma relação positiva com o desempenho de mercado das empresas de serviços educacionais.

Esses resultados estão em linha com as conclusões de Carvalho (2006), Carvalho (2013) e Miranda e Azevedo (2020), no sentido de que o PROUNI tem contribuído para o sucesso econômico e conseqüente expansão do setor educacional privado brasileiro, de modo que o programa se constitui em uma política pública educacional que, ao ampliar o acesso ao ensino superior, contribui de maneira decisiva com o processo de mercantilização e oligopolização do setor.

## 5 Conclusão

Este estudo teve o objetivo de analisar a relação entre as isenções do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas de serviços educacionais. A amostra foi composta por quatro empresas do segmento de educação superior listadas na B3, analisadas no período de 2011 a 2020, perfazendo 36 observações empresa-ano. Confirmando a tendência de oligopolização do setor (Carvalho, 2013), constatou-se que, em 2020, essas quatro empresas controlavam 336 IES em diversas unidades da federação, atendendo cerca de 1.900.000 alunos. Considerando o valor médio anual das isenções de IRPJ/CSLL decorrentes do PROUNI, chega-

se ao custo tributário anual médio de R\$ 3.219,81 por bolsista integral, um valor considerado baixo (Carvalho, 2006), o que constitui uma característica positiva do programa.

Para mensurar o desempenho de mercado, foram utilizadas as variáveis *Market-to-Book*, Q de Tobin e o índice Preço/Lucro. Após a estimação dos coeficientes das regressões lineares, constatou-se que a relação entre as isenções do PROUNI e o desempenho de mercado das empresas educacionais foi positiva e significativa, mas somente quando foram utilizadas as variáveis Q de Tobin e índice Preço/Lucro. Para a variável *Market-to-Book* essa relação não teve significância estatística. Assim, a hipótese de pesquisa não foi rejeitada, sugerindo que a adesão ao PROUNI confere à empresa de serviços educacionais o direito a isenções fiscais que constituem um ativo intangível que, embora não possa ser registrado contabilmente por não preencher as condições de reconhecimento, eleva as expectativas dos investidores em relação à lucratividade futura da empresa, aumentando seu valor de mercado.

Assim, se por um lado é possível afirmar que o PROUNI apresenta um baixo custo para o Estado, por outro lado é possível caracterizá-lo como uma interferência do Estado na economia, a qual contribui artificialmente para o aumento do valor de mercado das empresas educacionais e para a formação de um oligopólio na educação privada superior brasileira.

Esta pesquisa contribui com estudos anteriores sobre o PROUNI, oferecendo uma abordagem quantitativa e estatística que até agora não havia sido observada. Ao mesmo tempo, a pesquisa contribui com a literatura sobre direcionadores de valor dos intangíveis, possibilitando acrescentar mais um direcionador de valor à lista de Lauretti (2011), qual seja, o recebimento de subvenções governamentais na forma de isenções fiscais.

Esse estudo possui algumas limitações. Uma delas diz respeito ao tamanho reduzido da amostra. Entretanto, face à concentração do mercado, torna-se difícil vislumbrar uma metodologia que consiga analisar uma amostra maior, a não ser que se consiga obter dados de companhias fechadas ou de sociedades limitadas. Outra limitação é a ausência do valor das isenções de PIS/COFINS, sem as quais não foi possível apurar com maior precisão o custo tributário do PROUNI por aluno bolsista.

Estudos futuros podem ampliar a pesquisa dos efeitos das políticas públicas no desempenho de mercado das empresas de serviços educacionais, no sentido, por exemplo, de considerar os efeitos do FIES, que é outra política relevante do governo federal para a educação superior. Podem, ainda, ampliar o escopo da pesquisa para avaliar o impacto de renúncias fiscais no valor de mercado de empresas de outros setores econômicos, a exemplo da imunidade tributária concedida ao setor exportador, o que seria uma importante contribuição para a avaliação da qualidade do gasto público e para o avanço do conhecimento sobre os direcionadores de valor das empresas na presença da interferência estatal.

## Referências

- Araújo, A. M. P. de, & Assaf Neto, A. (2003). A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(33), 16–32.
- Brandão, I. de F., Vasconcelos, A. C. de, Luca, M. M. M. de, & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade e Finanças*, 30(79), 28–41.
- Brasil. (1966). *Código Tributário Nacional. Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966*. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios.
- Brasil. (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*.
- Brasil. (1991). *Lei nº 8.212, de 24 de julho de 1991*. Dispõe sobre a organização da Seguridade Social, institui Plano de Custeio, e dá outras providências.

- Brasil. (1995). *Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995*. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.
- Brasil. (1997). *Lei nº 9.532, de 10 de dezembro de 1997*. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.
- Brasil. (2005). *Lei nº 11.096, de 13 de janeiro de 2005*. Institui o Programa Universidade para Todos - PROUNI, regula a atuação de entidades beneficentes de assistência social no ensino superior; altera a Lei nº 10.891, de 9 de julho de 2004, e dá outras providências.
- Brasil, Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil. (2013). *Instrução Normativa nº 1.394, de 12 de setembro de 2013*. Dispõe sobre a isenção do Imposto sobre a Renda e de contribuições aplicável às instituições que aderirem ao Programa Universidade para Todos.
- Carvalho, C. H. A. de. (2006). O PROUNI no governo Lula e o jogo político em torno do acesso ao ensino superior. *Educação e Sociedade*, 27(96), 979–1000.
- Carvalho, C. H. A. de. (2013). A mercantilização da educação superior Brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. *Revista Brasileira de Educação*, 18(54).
- Carvalho, F. P. de, Maia, V. M., Louzada, L. C., & Gonçalves, M. A. (2017). Desempenho Setorial de Empresas Brasileiras: Um Estudo Sob a Ótica do ROE, Q de Tobin e Market to Book. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 149–163.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple of Tobin's Approximation Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Corbucci, P. R., Kubota, L. C., & Meira, A. P. B. (2016). Evolução da Educação Superior Privada no Brasil: da reforma universitária de 1968 à década de 2010. *Radar. IPEA*, 46, 7–12.
- CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010a). *Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) - Ativo intangível*.
- CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010b). *Pronunciamento Técnico CPC 07 (R1) - Subvenção e assistência governamentais*.
- CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2009). *Pronunciamento Técnico CPC 32 - Tributos sobre o Lucro*.
- Dutra, V. R., Ceretta, P. S., Dalcin, L., & Lamberti, F. A. (2018). Análise do Investimento em Empresas Brasileiras por Meio do q de Tobin. *Revista Administração em Diálogo*, 20(3), 28–45.
- Gil, A. C. (2019). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. Atlas (org.), 7. ed.
- Godoi, A. F. de, Santos, J. O. dos, Montini, M. J., Romaro, P., & Bertonecelo, V. R. (2016). Análise da alavancagem financeira, índice preço/lucro (P/L) e Q de Tobin das principais empresas do setor de transportes aéreo no Brasil. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 7(1), 108–129.
- Haas, C. M., & Pardo, R. da S. (2017). Programa Universidade para Todos (PROUNI): efeitos financeiros em uma instituição de educação superior privada. *Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior (Campinas)*, 22(3), 718–740.
- Jost, P. J., Kroenke, A., Hein, N., & Miranda, R. L. de. (2021). Influência do desempenho sustentável no desempenho de mercado das empresas. *Revista de Negócios*, 2(26), 6–19.
- Kayo, E. K., Kimura, H., Martin, D. M. L., & Nakamura, W. T. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(3), 73–90.
- Lauretti, C. M. (2011). *A relação entre intangibilidade, desempenho financeiro e desempenho de mercado*. Tese. Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.

- Miranda, P. R., & Azevedo, M. L. N. De. (2020). Fies e Prouni na expansão da educação superior brasileira: políticas de democratização do acesso e/ou de promoção do setor privado-mercantil? *Educação & Formação*, 5(3), e1421.
- Nogueira, I. V., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2010). O q de Tobin e o Setor Siderúrgico: Um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(35), 156–170.
- Padilha, D. F., Silva, A. da, Silva, T. P. da, & Gonçalves, M. (2017). Folga Financeira e Desempenho de Mercado: Uma Análise em Empresas do Brasil e da Itália. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(2), 276–292.
- Resende, M. V. A. (2018). Crédito educativo: uma análise comparada sobre focalização e sustentabilidade financeira em programas de financiamento estudantil no Brasil, Estados Unidos e Austrália. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)*.