



Regae - Revista de Gestão e Avaliação Educacional  
ISSN: 2318-1338  
revistaregae@gmail.com  
Universidade Federal de Santa Maria  
Brasil

Rodrigues, Rubens Carlos  
**RISCOS EVIDENCIADOS PELAS EMPRESAS DO SETOR  
EDUCACIONAL LISTADAS NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA**  
Regae - Revista de Gestão e Avaliação Educacional, vol. 9, núm. 18, 2020, -, pp. 1-19  
Universidade Federal de Santa Maria  
Ciudad de la Habana, Brasil

Disponibile en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=471864018031>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc  
Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso  
abierto

# **RISCOS EVIDENCIADOS PELAS EMPRESAS DO SETOR EDUCACIONAL LISTADAS NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA**

<http://dx.doi.org/10.5902/2318133847850>

Rubens Carlos Rodrigues<sup>1</sup>

## **Resumo**

Neste texto apresenta-se resultados de pesquisa pela qual se investigou os riscos evidenciados pelas empresas de serviços educacionais, listadas na Brasil, Bolsa e Balcão - antes BM&FBovespa. Utilizou-se pesquisa descritiva, documental e qualitativa, baseado nos fatores de risco constantes no relatório da administração e no formulário de referência. Dentre os 119 fatores de riscos encontrados 65,22% das informações foram transcritas por duas ou mais empresas, com a prática do isomorfismo mimético; 54% dos fatores de riscos estão relacionados à própria empresa, sendo a estratégia de crescimento e a retenção dos membros de administração os mais destacados. Os riscos relacionados ao mercado foram os principais, seguido pelos riscos do tipo operacional, legal e estratégico, e o risco menos evidenciado foi o ambiental.

Palavras-chave: instituições de ensino superior; evidenciação de riscos; formulário de referência.

## **RISKS EVIDENTED BY EDUCATIONAL SECTOR COMPANIES LISTED ON THE BRAZILIAN STOCK EXCHANGE**

## **Abstract**

This research investigates the risks evidenced by the educational services companies, listed in Brazil, Bolsa and Balcão - formerly BM & FBovespa. Descriptive, documentary and qualitative research was used, based on the risk factors contained in the Management Report and in the Reference Form. Among the 119 risk factors found, 65.22% of the information was transcribed by two or more companies, with the practice of mimetic isomorphism; 54% of the risk factors are related to the company itself, with the growth strategy and the retention of Management members being the most outstanding. The risks related to the Market were the main ones, followed by the operational, legal and strategic risks, and the least evident risk was the environmental one.

Key-words: higher education institutions; risk disclosure; reference form.

<sup>1</sup> Universidade de Fortaleza, Brasil. E-mail: [rubenscarlos@fisica.ufc.br](mailto:rubenscarlos@fisica.ufc.br).

## Introdução

O setor de instituições de ensino no Brasil vem passando por um processo de transformação sob diversas perspectivas (Chizzotti, 2014). Tal transformação deve-se ao aumento da demanda pelo ensino, um efeito que começou na década de 1980. Conforme estudo do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Ipea - houve expansão do acesso à educação básica que resultou numa expansão para o ensino médio, tal carência foi atendida principalmente pelo sistema público. Já em 1990 a população, que já estava com o ensino médio concluído, ansiava pela continuação dos estudos e pretendia cursar o ensino superior, em face disso o governo tomou medidas para facilitar a instalação de IES privadas (Oliveira; Dourado; Amaral, 2006).

Conforme o Censo da Educação Superior (2014) em 1995 o número de instituições de ensino superior privada era 684. Já no ano de 2014 este número era de 2.070. O setor público, em igual período, passou de 210 para 298, um aumento de 42%. Em 2014 os alunos matriculados em IES eram de 7.828.013, sendo que 5.867.011, ou 74,95%, frequentavam instituições privadas e os demais 25,05% as instituições públicas. Tal aumento na quantidade de instituições e alunos gerou competição entre elas e os riscos do negócio começaram a aflorar. Para que as metas pudessem ser alcançadas e a gestão administrativa lograsse em êxito, tais riscos precisavam ser identificados e controlados (Sedrez, Fernandes, 2011).

Identificar os riscos emergentes e buscar ações para mitigá-los é necessário às empresas, devido as rápidas mudanças nos cenários econômicos, no ambiente regulatório ou no próprio negócio (ACI Institute, 2014). O *disclosure*, conforme Lanzana, Silveira e Famá (2006), é de vital importância para diminuir a assimetria informacional, existente entre gestores e investidores, sendo visto como uma das formas fundamentais dos gestores da empresa se comunicarem com seus acionistas e de apresentarem o desempenho da administração. Os investidores começaram a perceber que quanto maior o nível de riscos identificados, maior será o retorno para a empresa, diz Zaniz *et al.* (2013)

Os riscos são considerados eventos futuros incertos que podem comprometer o sucesso das metas e objetivos das organizações e evidenciá-los torna-se uma das formas de conseguir visualizá-los e gerenciá-los (Guse et al., 2014). Fernandes, Souza e Faria (2010) reforçam que a evidenciação de informações é relevante, tanto para os gestores, quanto para os investidores que tomam decisão, que sempre importam na assunção de algum nível de risco, no intuito de aproveitar oportunidades de negócios. Cunha, Silva e Fernandes (2011) pontuam que as empresas, além de observarem práticas de mitigação dos riscos, devem comunicar tais práticas ao mercado, orientando-se pelo que preceituam as boas práticas de governança corporativa e seus princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Dentre as diversas informações passíveis de *disclosure* um tópico indispensável de avaliação, por parte dos investidores, são os riscos assumidos com a aquisição das ações. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários - CVM - os riscos devem ser evidenciados pelas empresas em seus relatórios periódicos, pois servirão de base para tomada de decisão dos investidores, dando-lhes maior clareza e aproximando-os dos conceitos de governança corporativa. A CVM, pela Instrução CVM 480/09, adotou um modelo de divulgação de informações, denominado Formulário de referência - FR -, no

qual são divulgados um número maior de informações para melhor avaliação do desempenho da administração: dentre elas estão os fatores de risco. A descrição dos fatores de risco inerentes ao negócio da empresa é uma das informações qualitativas abrangidas pelo FR. Nesse item devem ser expostos, por ordem de relevância, todos e quaisquer fatores de risco que possam influenciar a decisão dos usuários (Klann; Kreuzberg; Beck, 2014).

Dada a importância da investigação acerca da evidenciação dos fatores de riscos pelas empresas ou estudo visou à responder à seguinte questão: quais são os riscos evidenciados pelas empresas de serviços educacionais, listadas na Brasil, Bolsa e Boleão, antiga BM&FBovespa e atual B3? O objetivo geral do estudo foi o de identificar os riscos evidenciados por parte das empresas de serviços educacionais, listadas na BM&FBovespa, no ano de 2014.

Conforme Magro, Filipin e Fernandes (2015) para que os riscos sejam controláveis é preciso que as empresas identifiquem, classifiquem e caracterizem os mesmos. Nesse sentido as companhias de capital aberto, listadas na B3, divulgam a identificação dos riscos pelos relatórios emitidos pela administração, servindo como ferramenta para satisfazer os interesses e de base para a tomada de decisão dos gestores, investidores e outros usuários externos. O conhecimento e a consciência dos diferentes riscos envolvidos nas atividades praticadas pelas empresas permitem planejamento e ações voltadas à sua gestão (Klann; Kreuzberg; Beck, 2014).

### **Evidenciação de fatores de risco e tipificações de riscos**

No ambiente empresarial o risco está contextualizado nos eventos que não podem ser controlados e que independem das ações dos administradores ou dos agentes que estão envolvidos em uma determinada transação, seja ela financeira ou comercial. Tais riscos podem ser previstos, ou ao menos conhecidos, porém sua ocorrência e seu efeito são de difícil identificação e mensuração (Oliveira; Perez Jr.; Silva, 2013).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2007), informa que “o termo risco é proveniente da palavra *risicu* ou *riscu*, em latim, que significa ousar - *to dare*, em inglês” (p. 11). Ressalta-se também que “costuma-se entender ‘risco’ como a possibilidade de ‘algo não dar certo’, mas seu conceito atual envolve a quantificação e qualificação da incerteza, tanto no que diz respeito às *perdas* como aos *ganhos*, com relação ao rumo dos acontecimentos planejados” (p. 11). Para Assaf Neto e Lima (2009) o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores. Risco é a possibilidade de que um evento ocorra e afete desfavoravelmente a realização dos objetivos (Coso, 2007).

Segundo Goulart (2003) para o entendimento da evidenciação vale reportar-se ao termo na língua inglesa, *disclosure* - ‘*dis*’, que representa uma negativa e ‘*closure*’, com a conotação de fechamento - que pode ser entendido como o oposto de fechamento, significando a abertura da empresa por meio da divulgação de informações, garantindo a transparência corporativa diante do público e dos participantes de mercado.

A evidenciação de riscos tem sido objeto de diversos estudos, caracterizando-se numa literatura em desenvolvimento, conforme pontuam Cunha, Silva e Fernandes (2011). Ela está diretamente vinculada às divulgações que as entidades prestam para

seus usuários internos e externos. A evidenciação dos fatores de risco é importante para os gestores, administradores e investidores, justamente pela tomada de decisões constante que são realizadas por estes e para avaliarem quando devem aproveitar as oportunidades de trocas de ativos (Zaniz et al., 2013).

Conforme Prado et al. (2014), o risco faz parte da natureza do capitalismo. Os empreendedores vêm sendo desafiados a aplicar novas formas de gestão visando à necessidade de maior transparência e gerenciamento de fatos adversos à estratégia das organizações. É evidente que, para que os gestores possam ter segurança na escolha das melhores decisões, é imprescindível que tenham suportes instrumentais que propiciem informações tempestivas e adequadas, assegurando-lhes a menor possibilidade de erros ou exposição a riscos. Para tanto, devem envidar esforços na eficiente alocação de recursos, preservação do patrimônio, garantindo a confiança e transparência dos negócios aos investidores (Guimarães et al., 2009).

O mercado de capitais, nos últimos anos, tem exigido maiores níveis de informação, inclusive no que se refere ao risco inerente ao negócio (Klann; Kreuzberg; Beck, 2014). Uma das exigências da CVM para as empresas que negociam ações no mercado de capitais nacional é a divulgação dos fatores de riscos que a empresa sofre ou poderá sofrer. O Formulário de referência é o meio de divulgação desses riscos, os quais devem ser divulgados sob dois aspectos: os fatores de riscos e o risco de mercado. Zaniz et al. (2013) complementam que a descrição dos fatores de risco no FR pode afetar a decisão de investimento na empresa, relacionados a empresa, seu controlador, acionistas, controladas e coligadas, fornecedores, clientes, setores da economia que a empresa atua e sobre a sua regularização.

Segundo Zonatto e Beuren (2010) o enfoque da gestão de riscos deve estar direcionado ao ambiente de controle da organização, bem como ao alcance dos objetivos a que a entidade se propõe. Para este trabalho adotou-se a classificação de riscos pesquisada por Zonatto e Beuren (2010) e corroborada por outros autores (Fernandes; Souza; Faria, 2010, Klann; Kreuzberg; Beck, 2014, IBGC, 2007). A divisão dos riscos corporativos foi estruturada nas seguintes categorias: riscos estratégicos, riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, riscos legais e riscos de imagem. Acrescentou-se a esta classificação a tipologia do risco ambiental (IBGC, 2007).

Os riscos estratégicos estão vinculados à forma de gerenciamento da atividade da empresa. São originários do ambiente que a empresa está exposta. Compreendem questões organizacionais, estrutura, processos, pesquisas, desenvolvimento de produtos, estratégias de formação de custos, preços de venda, fatores que interferem diretamente na competitividade da empresa, entre outros (Zonatto; Beuren, 2010). Os riscos estratégicos estão associados à tomada de decisão da alta administração e podem gerar perda substancial no valor econômico da organização. Os riscos decorrentes da má gestão muitas vezes resultam em fraudes relevantes nas demonstrações financeiras. Exemplos: falhas na antecipação ou reação ao movimento dos concorrentes causadas por fusões e aquisições; diminuição de demanda do mercado por produtos e serviços da empresa causada por obsolescência em função de desenvolvimento de novas tecnologias/produtos pelos concorrentes (IBGC, 2007)

Quanto aos riscos de mercado Zonatto e Beuren (2010) afirmam que estão relacionados aos investimentos financeiros realizados pela organização. Esse risco é decorrente dos movimentos adversos de preços, taxas de juros, de câmbio, índices, ações e títulos, *commodities* ou qualquer outro tipo de ativo que possa afetar de alguma forma as atividades da empresa ou seu preço de mercado. (Fernandes; Souza; Faria, 2010).

Por sua vez, os riscos de crédito estão diretamente relacionados ao grau de incerteza que envolve uma operação de crédito. O risco de crédito é decorrente das operações de crédito estabelecidas entre duas ou mais partes (Zonatto; Beuren, 2010).

Os riscos de liquidez refletem a capacidade das empresas de cumprir suas obrigações, trazendo implicações quanto às suas atividades e decisões de investimento (Klann; Kreuzberg; Beck, 2014). Para Zonatto e Beuren (2010) os riscos de liquidez estão relacionados à capacidade financeira da empresa em honrar seus compromissos e se não gerenciados adequadamente podem levar uma organização à insolvência.

Já os riscos operacionais estão relacionados ao ambiente interno da empresa, em processos e pessoas. Entende-se por riscos operacionais todos os riscos decorrentes de perdas ocasionadas por processos de produção de falhas, sistemas inadequados, mau desempenho de funções, fraudes, conluíus, erros em sistemas de controle, falta de segregação de funções, entre outros (Zonatto; Beuren, 2010). O risco operacional consiste no risco de falha no contexto operacional de uma empresa, incluindo falhas em processos, sistemas, pessoas e equipamentos, bem como eventos de natureza externa como, por exemplo, catástrofes naturais, que podem afetar o andamento das atividades normais. (Fernandes, Souza, Faria, 2010). Os riscos operacionais geralmente acarretam redução, degradação ou interrupção, total ou parcial, das atividades, com impacto negativo na reputação da sociedade, além da potencial geração de passivos contratuais, regulatórios e ambientais (IBGC, 2007).

Os riscos legais estão relacionados à legitimidade da organização, seus registros e legalidade de suas obrigações. Decorrente da aplicação da legislação trabalhista, tributária, fiscal, referentes a relações contratuais, regulamentação de mercado e de prestação de serviços (IBGC, 2007). As empresas estão expostas ao risco legal quando da inobservância dos corretos registros das operações da empresa, abrangendo documentação incorreta referente às transações, à legalidade de suas obrigações, o descumprimento da legislação vigente e decisões judiciais decorrentes de ações reclamationárias (Klann; Kreuzberg; Beck, 2014).

Os riscos de imagem são todos aqueles relacionados à imagem da organização perante a sociedade: estão vinculados às informações divulgadas pela empresa. Também podem ser ocasionados na empresa em decorrência da postura ou má conduta de seus empregados (Zonatto; Beuren, 2010). O risco de imagem é a possibilidade de perdas por motivo de que a empresa possa ter sua reputação desgastada junto ao mercado, em razão de publicidade negativa, seja esta verdadeira ou não (Fernandes; Souza; Faria, 2010).

Por fim, os riscos ambientais estão associados à gestão inadequada de questões ambientais, causando efeitos como contaminação de solo, água ou ar, decorrente da disposição inadequada de resíduos ou levando a acidentes como vazamento de produtos tóxicos. Nesses casos a empresa se vê impedida de operar até que a causa do dano

ambiental seja remediada, podendo inclusive ser acionada por terceiros em função de lucro cessante ou tendo que arcar com esforço adicional de reparar o prejuízo causado às comunidades do entorno. Os riscos ambientais não se resumem a catástrofes ou desastres ambientais, mas também ao potencial de efeitos decorrentes do aquecimento global sobre os negócios, que podem inviabilizar novos empreendimentos ou a expansão da capacidade produtiva (IBGC, 2007).

Diante da importância do tema a indagação acerca da divulgação de informações sobre os fatores de risco por empresas brasileiras ocasionou uma série de pesquisas nos últimos anos.

### **Estudos empíricos anteriores**

A evidenciação de riscos tem sido objeto de diversos estudos, caracterizando-se numa literatura em desenvolvimento. Na sequência discorrem-se sobre autores com seus respectivos estudos relevantes acerca da evidenciação dos fatores de riscos nas empresas.

Fernandes, Souza e Faria (2010) realizaram um estudo para investigar se as empresas brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa - evidenciam satisfatoriamente os riscos importantes para a decisão dos investidores no momento em que lançam ofertas de títulos no mercado de capitais brasileiro. Foram estudadas 14 empresas de energia elétrica que fizeram ofertas públicas de valores na Bovespa durante o ano de 2006. Concluiu-se que, embora algumas empresas tenham atingido melhores graus de satisfação na evidenciação de seus riscos, o nível de evidenciação geral na época do estudo ainda admitia melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores.

Para identificar as estratégias adotadas pelas instituições de ensino superior privada, Macedo (2011) identificou que fusões, aquisições e abertura de capital são as alternativas mais frequentemente utilizadas por essas instituições, além de adotarem medidas que visam à evitar prejuízos, vendendo propriedades subutilizadas, dispensando profissionais que podem ser substituídos por terceirizados, adotando estruturas organizacionais mais simples e mantendo o corpo docente e administrativo enxuto. Para chegar a estes resultados, foi realizada pesquisa com as instituições de ensino superior da rede privada que têm unidades em Minas Gerais.

Para analisar as práticas de gestão de riscos e controles internos em IES do Estado de Santa Catarina, como suporte necessário ao controle das instituições, Sedrez e Fernandes (2011) pesquisaram em cinco centros universitários e em 12 universidades, questões relacionadas a este assunto. Após aplicação de questionários e entrevistas verificaram que em 69,2% não há nenhuma gestão de riscos, além de identificar riscos relacionados a estratégia, financeiros, legais, de imagem e operacionais.

Zonatto e Beuren (2010) realizaram um estudo para identificar as categorias de riscos evidenciadas no relatório da administração relativo ao ano de 2007 das empresas brasileiras com emissão de American Depositary Receipt - ADRs. Foram estudadas 28 empresas brasileiras com emissão de ADRs na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Na análise consideraram-se sete categorias de riscos da metodologia de Coso (2004):

estratégico, mercado, crédito, liquidez, operacionais, legais e imagem. Os resultados da pesquisa mostraram que não há padronização nos tipos de riscos evidenciados, a predominantemente evidenciada foi risco operacional e a não encontrada foi riscos de imagem. Em nove empresas não houve evidenciação de nenhuma categoria de risco.

Zaniz et al. (2013) procuraram avaliar o grau de evidenciação de riscos corporativos de acordo com os níveis de governança corporativa com o intuito de verificar se as empresas que mais negociam ações na Bolsa de Valores são escolhidas pela evidenciação de riscos. Foi avaliado um total de 33 empresas listadas que se enquadraram nos 80% de participação no Ibovespa, carteira de setembro a dezembro de 2012. Os resultados obtidos indicaram que o nível de evidenciação dos riscos foi insatisfatório em relação ao nível das empresas pesquisadas. A média de evidenciação dos riscos corporativos por nível de governança corporativa foi de 54,40% no Novo mercado, 45,77% no nível 1, 44% no nível 2 e 45,03% no nível Tradicional. Verificou-se que a evidenciação de risco não está relacionada às exigências dos níveis de governança corporativa, nem relacionada às escolhas dos investidores.

A pesquisa de Klann, Kreuzberg e Beck (2014) propôs-se a identificar os tipos de risco evidenciados nos formulários de referência das maiores empresas de cada setor listadas na BM&FBovespa. Foram estudadas 40 empresas, as cinco maiores empresas, segundo a *Revista Exame* na edição especial de 2010, dos nove setores econômicos listados na BM&FBovespa. Nestas empresas foi considerada a seguinte classificação de risco: risco de crédito, risco legal, risco de mercado, risco operacional, risco estratégico, risco de liquidez e risco ambiental. O estudo teve como conclusão que a gestão de risco está relacionada às particularidades de cada organização, sendo que os tipos de riscos podem se modificar de acordo com a classificação setorial das empresas.

O ACI *Institute* realizou uma pesquisa para analisar os principais riscos apontados por 232 companhias listadas na BM&FBovespa, abrangendo todas dos segmentos Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e as 50 empresas mais negociadas no ano anterior no mercado denominado Tradicional em seus formulários de referência do ano 2013. No total foram coletados e analisados mais de 5.800 riscos, classificados com o objetivo de compreender as maiores preocupações das empresas, que exigiram a sua divulgação aos seus *stakeholders*. Foram identificados os dez fatores de risco mais citados pelas 232 empresas. Em seguida analisou-se os fatores de risco mais citados pelas empresas, separando-as por indústria de atuação. Os dez fatores mais citados foram: ação da concorrência, risco de não pagamento de dividendos, risco de diluição dos investidores, risco de conflito de interesses entre controladores e minoritários, riscos relacionados à atuação em setor regulado, falta de liquidez das ações, decisões desfavoráveis em processos judiciais, inadimplência ou atraso nos recebimentos, risco de alterações na legislação do setor/setores correlatos e risco de falta/perda de profissionais (ACI Institute, 2014).

Magro, Filipin e Fernandes (2015) realizaram uma pesquisa para identificar os riscos divulgados e analisar o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na Bovespa com base na metodologia Coso. Foram estudadas 16 empresas listadas no segmento de exploração de rodovias da Bovespa. Os resultados demonstraram que os riscos mais evidenciados pelas empresas do segmento



de exploração de rodovias são os relacionados ao mercado. Foi concluído que os riscos divulgados pelas empresas seguem uma uniformidade - isomorfismo mimético - no que se refere à evidenciação e ao conteúdo.

A presente pesquisa diferencia-se das demais por abordar um estudo exclusivo das empresas do setor de serviços educacionais, destacando-se os possíveis fatores condicionantes da evidenciação dos fatores de risco dessas empresas.

### **Procedimentos metodológicos**

Com a finalidade de indentificar os riscos evidenciados pelas empresas do setor de serviços educacionais listadas na BM&FBovespa, atual B3, realizou-se uma pesquisa descritiva de natureza documental, com abordagem qualitativa dos dados. Para esta pesquisa usou-se as informações que constam no formulário de referência. Foi efetuada uma análise de conteúdo a partir dos formulários de referência que abordam os fatores de riscos constantes no item 4.1, referentes ao período de 2014. Conforme Bauer (2011) a análise de conteúdo é uma técnica para produzir inferências de um texto focal para seu contexto social de maneira objetivada. No referido item as empresas listadas devem descrever fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento, em especial, aqueles relacionados: a) ao emissor; b) a seu controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle; c) a seus acionistas; d) a suas controladas e coligadas; e) a seus fornecedores; f) a seus clientes; g) aos seus setores da economia nos quais o emissor atue; h) à regulação dos setores em que o emissor atue; i) aos países estrangeiros onde o emissor atue.

Após a análise de conteúdo das sentenças dos fatores de risco evidenciadas pelas empresas identificaram-se as categorias lexicais dos fatores de risco evidenciados e os tipos de riscos citados conforme referencial teórico, a saber: riscos estratégicos, riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, riscos legais, riscos de imagem e riscos ambientais. Procedeu-se também a quantificação do número de sentenças evidenciadas em cada um dos oito subitens do item 4.1 do FR, bem como a quantificação dos tipos de riscos por empresa.

Para traçar a caracterização das empresas foram adotados os seguintes procedimentos: 1) Para verificar se tinha controladoria ou não, buscou-se por meio dos sítios eletrônicos das empresas, a existência de organogramas, bem como fez-se busca na internet utilizando o buscador *Google* associando o nome da empresa com a palavra 'controladoria': esta segunda parte foi necessária pois nem todas as empresas evidenciaram em seus organogramas a existência de controladoria; 2) Quanto ao controle acionário das empresas foi efetuada busca nos formulários de referência que descrevem o grupo econômico, constantes no item 8.1, bem como a posição acionária, constantes nos itens 15.1 / 15.2 do formulário de referência; 3) Para informações da empresa foram consultados os relatórios da administração das empresas e os respectivos sites de relacionamento com os investidores.

Segundo Zaniz et al. (2013) a BM&FBovespa, atual B3, criou uma listagem com três níveis de prática de governança corporativa: os níveis 1 e 2 de GC e o Novo mercado - NM -, que é o mais elevado padrão de GC em que as empresas só podem emitir ações

com direito de voto - ON. O nível 1 requer práticas de transparência e melhor acesso às informações pelos investidores, já no nível 2 são aceitas todas as obrigações previstas no NM, com algumas exceções.

## Análise dos resultados

### Perfil dos grupos empresariais

Conforme a lei n. 9.394/1996, que estabeleceu as diretrizes e bases da educação nacional, as instituições de ensino são classificadas na categoria administrativas de públicas quando forem criadas ou incorporadas, mantidas e administradas pelo Poder Público em qualquer das suas esferas de governo. Ao passo que nas instituições privadas altera-se somente a figura do mantenedor para pessoa física ou jurídica de direito privado (Brasil, 1996).

Na tabela 1 estão representados os alunos de cada entidade pertencente a este estudo, sendo seccionado por graus de instrução. Analisando os dados percebe-se que 90,97% de todos os alunos matriculados estão em cursos voltados para o ensino superior (graduação e pós-graduação), motivo este que várias análises serão feitas voltadas para o principal ramo de atuação das empresas.

Tabela 1 -

Alunos matriculados nas entidades, conforme grau de instrução

Entidade	Superior			Técnico	Curso preparatório OAB	Cursos Livres e de Idiomas	Total
	Presencial	EAD	Pós				
Kroton	422.875	507.581	56.371	31.700	29.837	57.052	1.105.416
Estácio	301.700	83.000	43.800	19.600			448.100
SER	101.200	2.000	8.300	16.900			128.400
Anima	71.000	-	3.900	4.000			78.900
Total	896.775	592.581	112.371	72.200	29.837	57.052	1.760.816

Fonte: dados da pesquisa.

O crescimento acentuado de instituições de ensino superior privado no Brasil, a partir de 1996, teve como causas, conforme Secca e Leal (2009), o incremento da população jovem adulta, devido ao aumento das taxas de natalidade da década de 1980; a busca por maior qualificação profissional, dado o processo de globalização, tendo em vista atender a demanda, por mão de obra, do mercado de trabalho; o aumento do número de concluintes no ensino médio, devido a políticas públicas para universalizar os ensinos médio e fundamental; os baixos níveis históricos de penetração do ensino superior no Brasil; a maior disponibilidade de financiamento estudantil e bolsas de estudo para estudantes na iniciativa privada; a desregulamentação do mercado de educação superior, flexibilizando processos seletivos, currículos, criação de cursos, dentre outros.

Com este cenário aumentou a quantidade de IES e alguns grupos do setor educacional decidiram abrir o capital da empresa, listando as suas ações na BM&FVBovespa.

### Descrição dos grupos educacionais

O grupo Anima teve início em 2003 com o Centro Universitário UNA em Belo Horizonte. Após uma série de aquisições de outras instituições abriu o capital no ano de 2013. Seu mercado de atuação é nos estados de São Paulo e Minas Gerais, contando com mais de 78 mil alunos, sendo mais de 94% no ensino superior. Dos alunos de graduação 48% tem programa de financiamento estudantil. Na avaliação do conceito preliminar de curso - CPC -, a média da Anima atingiu 3,04 (Anima, 2015).

O Grupo Estácio iniciou em 1970 com a fundação da Faculdade de Direito Estácio de Sá no Rio de Janeiro. Após iniciar expansão da sua rede e algumas aquisições de instituições de ensino em 2007 fez o IPO na BM&FVBovespa. No ano de 2014 possuía dezesseis instituições mantenedoras sob seu controle direto ou indireto com 448,1 mil alunos matriculados nos cursos mantidos pela companhia. Destes, 95,62% em cursos relacionados ao nível superior de ensino: os seus cursos obtiveram resultados satisfatórios no CPC em, aproximadamente, 80% do total avaliado. A sua rede ensino presencial é bem ampla em todo o território nacional, faltando somente os estados do Acre, Rondônia, Mato Grosso e Tocantins para ter a abrangência completa. Quanto ao ensino à distância somente os estados do Amapá e Piauí não tem pólos (Estácio, 2015)

A Kroton iniciou em 1966 em Belo Horizonte com cinco colegas que iniciaram o curso pré-vestibular Pitágoras com 35 alunos. Após transformar-se em colégio e expandir as suas unidades e número de alunos, no ano de 2000 foi fundada a Faculdade Pitágoras e em 2007 realizado o o IPO na MBM&FBovespa, sendo dada a sua expansão por aquisições de outras instituições e a fusão no ano de 2014 com a Ananhanguera, sua principal concorrente à época. Em 2014 contava com 1.105.416 alunos, sendo 89,27% matriculados em cursos de graduação e pós-graduação presencial e a distância. Com 258,8 mil alunos matriculados e utilizando o Fundo de Financiamento Estudantil - Fies -, o que representa 61,2% da base total de graduação presencial. Ao final do 2014 98,0% dos cursos das instituições que compunham a Kroton estavam avaliados com conceitos entre satisfatório e excelente. A companhia está presente em todos os Estados do Brasil e possui 130 unidades de ensino superior e 726 polos ativos de graduação de ensino a distância (Kroton, 2015).

O Grupo Ser Educacional iniciou em 1993, na cidade de Recife, com cursos preparatórios para concursos com o Complexo Educacional Bureau Jurídico. Com o desenvolvimento dos cursos, em 2003, a Faculdade Maurício de Nassau iniciou as atividades. Após aquisições de outras IES e transformar-se em Centro Universitário, em 2013 foi realizado o IPO na BM&FVBovespa. Em 2014 92% das instituições da Companhia apresentaram resultado satisfatório: IGC igual ou superior a 3. O Grupo Ser encerrou o ano de 2014 com sua base de alunos 128,5 mil alunos, sendo que 111,5 mil correspondiam a cursos de graduação ou pós-graduação (Ser Educacional, 2015).

### Caracterização das empresas

Ao fazer a análise dos resultados foi constatado que todas as empresas do setor educacional estão no segmento de listagem conhecida como Novo mercado, conhecida pelos mais altos níveis de governança corporativa e *disclosure*, conferindo maior proteção ao investidor devido as práticas mais transparentes e a maior percepção dos riscos envolvidos.

Não foi encontrado indícios de existir Controladoria nas empresas, embora Borsato, Pimenta e Lemes (2011) tenham relatado a influência desta como provedora do suporte informacional à gestão empresarial no processo de abertura de capital de uma instituição de ensino superior privada.

Em relação a Auditoria Interna foi possível constatar a existência delas somente nas empresas Kroton e Estácio, os quais possuem comitês de auditoria ligados diretamente ao Conselho de Administração. Embora possam existir nas outras duas, não foi possível localizar pelos organogramas, sítios da internet e informações disponibilizadas para a BM&FBovespa. Somente o grupo Estácio possui organograma estrutural da sua organização.

No tocante a localização das empresas, embora tenham várias unidades espalhadas em todo o Brasil, a sede das *holdings* fica principalmente na região Sudeste, somente uma tem sede na região Nordeste, Estado de Pernambuco.

Na tabela 2 verifica-se a composição acionária das empresas e foi verificado que somente o grupo Ser Educacional tem a figura do acionista controlador, o qual um único acionista detém os 70,03% da empresa, enquanto no grupo Anima, 15 acionistas pessoa física possuem 47,88%, sendo que o maior detentor de ações tem 15,25%. O grupo que têm o controle mais disperso é a Kroton.

Concernente aos fundos de investimentos tem-se empresas nacionais e internacionais investindo o seu capital neste segmento. A Estácio possui investimento estrangeiro e nacional, a Kroton somente estrangeiro e a Anima somente nacional.

Tabela 2 -  
Controle acionário das empresas.

Acionista	Anima	Estácio	Kroton	Ser
Pessoa Física	47,88%	3,11%	6,83%	70,03%
Em circulação	37,36%	47,81%	77,52%	29,97%
Fundo de Investimento	14,76%	46,59%	15,50%	0,00%
Ações em tesouraria	0,00%	2,49%	0,14%	0,00%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: dados da pesquisa.

Transformando as participações acionárias na tabela 2 conforme a origem do capital, temos que 35,43% são de empresas norte-americanas, 15,68% de empresa sul-africana, que possui participação, tanto na Kroton, quanto na Estácio, 4,03% de inglesa e 21,71% de fundos de investimentos brasileiros.

### Fatores de riscos evidenciados

Na tabela 3 apresenta-se as quantidades de sentenças colhidas no item 4.1 do formulários de referência das empresas, sendo que quatro sentenças são inerentes a não aplicabilidade daquele fator de risco à empresa.

Tabela 3 -

Número de sentenças evidenciadas sobre fatores de risco.

Fatores de risco		Anima	Estácio	Kroton	SER	Qde geral
Empresa		16	15	14	18	63
Controlador		1	1	1	3	6
Acionistas		2	1	3	3	9
Controladas e coligadas		1	1	2	1	5
Fornecedores		1	1	2	1	5
Clientes		4	3	4	2	13
Atuação da empresa	Setor da economia	1	1	1	1	4
	Regulação do setor	2	3	2	3	10
	Países estrangeiros	1	1	1	1	4
Total		29	27	30	33	119

Fonte: dados da pesquisa.

A existência de comitê de auditoria nas empresas não aumentou o nível de evidenciação dos riscos das empresas, haja vista que as empresas Estácio e Kroton destacaram menos fatores que as empresas Anima e Ser. Tanto a controladoria como a auditoria interna são ferramentas para auxílio da gestão e controles internos e como Jesus e Alberton (2007) salientam que “tem papel específico e de muita importância na veracidade das informações sobre a empresa que aderiu à GC, tendo em vista que ela trabalha como agente para minimizar os riscos dos investidores e influencia as demonstrações contábeis que são publicadas” (p. 70).

Para cada um dos fatores de risco mencionados, serão listados os principais itens evidenciados pelas empresas, conforme segue.

Os fatores de riscos relacionados ao emissor das ações, item 4.1.a do formulário de referência, estão relacionados com preocupação com a eficiência do funcionamento da própria empresa, dada a grande concorrência com outras instituições, bem como a responsabilização de eventos que possam ocorrer nas unidades próprias. O processo de expansão, pela identificação e aquisições de novas instituições de ensino superior, concorrência significativa em cada curso e em cada mercado geográfico em que operam, são elementos que pressionam para uma maior eficiência das operações, tendo em vista não perder participação de mercado e lucratividade.

Questões como políticas de financiamento estudantil e qualidade do ensino oferecidos foram pouco abordados, o que causa estranheza, haja vista serem dois importantes aspectos nas IES, tendo em vista as suas receitas operacionais e imagem no mercado, respectivamente.

Os fatores de riscos relacionados ao controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle, item 4.1.b do formulário de referência referem-se à questão de conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários e a existência ou não de acionista com mais de 50% do capital votante, somente o grupo Ser possui tal tipo de controle.

A venda de ações por valor diferente do almejado pelos investidores, uma possível diluição do capital social, tendo em vista futuras emissões de valores mobiliários, o não pagamento de dividendos e conflito de acionistas, tendo em vista quem em boa parte das empresas não há acionista controlador, são os fatores de riscos relacionados aos seus acionistas, item 4.1.c do formulário de referência.

Os fatores de riscos relacionados às empresas coligadas e controladas, item 4.1.d do formulário de referência estão relacionados aos resultados das empresas subsidiárias, os quais podem não serem positivos ou não serem disponibilizados para a *holding*.

A possível figuração como responsáveis principais ou solidários das dívidas trabalhistas de prestadores de serviços, bem como relacionados as publicações feitas - insumos, redução do benefício fiscal ou direitos de propriedade intelectual - figuraram como os fatores de riscos relacionados aos fornecedores, item 4.1.e do formulário de referência.

Os fatores de riscos relacionados aos clientes, item 4.1.f do formulário de referência, são a atração, retenção e diminuição da evasão dos alunos, concessão de financiamentos aos alunos e reajuste de mensalidades aquém do necessário para cobrir o aumento dos custos. Somente a Kroton evidenciou sobre a manutenção da qualidade do ensino, retenção e treinamento do corpo docente.

Os fatores de riscos relacionados aos setores da economia nos quais o emissor atue, item 4.1.g do formulário de referência, foram unânimes ao enfatizar que poderão ser prejudicadas caso o governo altere sua estratégia de investimento em educação.

Os fatores de riscos relacionados à regulação dos setores em que o emissor atue, item 4.1.h do formulário de referência, são relacionados à perda de financiamentos ou benefícios fiscais oferecidos pelo Prouni. As empresas atuam num setor altamente regulado pelos órgãos governamentais e eventuais descumprimentos podem implicar em fiscalizações, procedimentos administrativos ou ações judiciais

Não há evidenciação de fatores de riscos relacionados aos países estrangeiros onde o emissor atue, item 4.1.i do formulário de referência, haja visto que o foco das empresas está no desenvolvimento das atividades no Brasil e consequente expansão.

No quadro 1 apresentam-se trechos genéricos de sentenças dos fatores de riscos evidenciados pelas empresas que além de terem em comum as ideias centrais, as palavras na frase sofrem pequenas modificações na sequência. Tem-se ao total 29 fatores de risco que são transcritos por duas ou mais empresas, muitas vezes textos inteiros são recortados ou adaptados para o preenchimento das informações, não sendo possível identificar quem evidenciou originalmente mas, com certeza, é uma prática ruim para o mercado, haja vista não ser possível averiguar se a informação corresponde à realidade da empresa ou se está no relatório devido as demais empresas considerarem importantes.

#### Quadro 1 -

Reprodução de fatores de riscos evidenciados.

Qualquer aumento nas taxas de evasão dos nossos alunos de Ensino Superior ou de nossas Escolas Associadas no futuro poderá prejudicar nossos resultados operacionais (Kroton).

Qualquer aumento nas taxas de evasão que viermos a enfrentar no futuro poderá prejudicar nossos resultados operacionais (Anima).

Qualquer aumento nas taxas de evasão que viermos a enfrentar no futuro poderá prejudicar nossos resultados operacionais (Estácio).

Um aumento nas taxas de evasão dos nossos alunos poderá prejudicar nossos resultados operacionais (Ser).

Fonte: dados da pesquisa.

Das 115 sentenças de fatores de riscos somente 40 foram evidenciados uma única vez, fazendo que 65,22% dos riscos estejam associados à prática descrita por Aragão e Cavalcante (2014). Analisando o item 4.2 do formulário de referência das empresas listadas no Novo mercado verificou-se que 78,9% das informações genéricas relativas ao tema provêm desse tipo de comportamento. Esta pesquisa não questiona a relevância das informações, mas a apresentação feita aos seus usuários, havendo a prática do isomorfismo mimético, conforme Dimaggio e Powell (1983), ou seja, repetição de práticas, estruturas, sistemas, dentre outros, entre as empresas pertencentes ao mesmo segmento de atividades.

### Riscos evidenciados

Na tabela 4 são apresentadas as sentenças classificadas conforme o tipo de risco. Observou-se que o risco mais evidenciado foi o de mercado, tendo em vista eventual alteração da estratégia do governo de investimento em educação por políticas de financiamento ou benefícios fiscais, bem como as mudanças tecnológicas no setor e o uso da tecnologia.

Tabela 4 -

Número de sentenças evidenciadas quanto aos tipos de riscos

Classificação do risco	Anima	Estácio	Kroton	SER	Qde
Mercado	9	5	10	7	31
Operacional	5	6	5	6	22
Legal	5	4	6	5	20
Estratégico	3	4	4	7	18
Crédito	3	4	2	3	12
Liquidez	1	2	1	3	7
Imagem	2	1	1	1	5
Ambiental					
Qde	28	26	29	32	115

Fonte: dados da pesquisa.

Referente ao risco operacional as empresas evidenciaram, em uníssono, a preocupação em manter a qualidade do ensino e da infraestrutura em toda a rede associada, o receio em relação aos acordos coletivos com os sindicatos dos docentes e funcionários, assim como eventuais aumentos na taxa de evasão dos alunos e a importância dos membros da administração para o bom funcionamento das entidades.

Quanto aos riscos legais ressalta-se que as empresas atuam num mercado regulado pelos órgãos governamentais, há muitos normativos a serem cumpridos e o processo de expansão adotado pelas quatro empresas acontece por meio de aquisições e fusões, podendo ser contestadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica, tal fato também interfere nos riscos estratégicos. Há também a forte concorrência entre as instituições e possíveis conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários são apontados como riscos estratégicos.

Os riscos relacionados à imagem da empresa são realçados pela possível responsabilização de eventos que possam ocorrer em suas unidades, tais como acidentes, lesões, acidentes, lesões com os alunos. Não foram encontradas referências a riscos ambientais.

Na tabela 5 apresenta-se as categorias de riscos mais evidenciadas pelas empresas baseadas nas sentenças descritas no item 4.1 do formulário de referência. Foram evidenciadas ao todo 27 categorias agrupadas das 119 sentenças de fatores de risco. Oito categorias apresentaram frequência igual a 1 sendo alocada no grupo 'Outros e quatro referem-se a não identificação dos riscos para a atuação das empresas em países estrangeiros, sendo classificados como 'não aplicável'.

Tabela 5 -  
Categorias de riscos mais evidenciados.

Categorias de riscos mais evidenciados	Frequência
Riscos com alteração de políticas de financiamento e/ou benefícios fiscais, caso o governo altere a estratégia de investimento em educação.	12
Riscos relacionados ao controle acionário da empresa	12
Riscos de evasão/retenção escolar	9
Riscos relacionados ao plano de expansão dos negócios	8
Risco por responsabilização de eventos que possam ocorrer dentro das unidades	7
Qualidade do ensino e da infraestrutura em toda a rede	6
Capacidade de acompanhar e adaptar às mudanças tecnológicas	5
Risco de conflito stakeholders / shareholders	5
Gerenciamento das instituições	5
Cumprimento de leis e regulamentos, cujo descumprimento pode implicar em fiscalizações, procedimentos administrativos ou ações judiciais.	5
Acordos coletivos com os sindicatos que representam professores e funcionários ou por greves e outras atividades sindicais.	4
Concorrência significativa em cada curso	4
Risco de não pagamento de dividendos	4
Distribuição de resultados de empresas controladas	4
Aumento dos níveis de inadimplência no pagamento das mensalidades	4
Retenção/substituição dos membros da administração	4
Decisões desfavoráveis em processos judiciais, administrativos ou arbitrais	4



Reajustar as mensalidades cobradas para repassar os aumentos os custos	3
Endividamento	2
Outros	8
Não aplicável	4
Total	119

Fonte: dados da pesquisa.

Consoante a tabela 5 percebe-se que há preocupação com as políticas de financiamento e benefício fiscal, haja visto que todas as empresas da amostra participaram do Prouni no ano de 2005 e, portanto, gozam do benefício de isenção do pagamento de PIS e Cofins referentes às receitas de cursos de bacharelado e graduação tecnológica, bem como isenção do pagamento de IRPJ e CSLL sobre o percentual do lucro líquido correspondente à receita dos cursos que concederam bolsas de estudos integrais e parciais a estudantes de baixa renda e eventuais alterações poderá acarretar um aumento da carga tributárias das Instituições.

Esta política de governo também inclui o Fies destinado a financiar estudantes de baixa renda, em cursos de graduação e cursos tecnológicos na modalidade presencial. Tal preocupação é relevante, haja vista que havendo redução de verbas federais para subsidiar os estudos dos alunos, haverá uma maior dificuldade em captar e retê-los, por parte das IES privadas, dificultando a manutenção e o crescimento das companhias de educação.

Os riscos relacionados ao controle acionário são evidenciados em igual frequência ao das políticas governamentais de fomento ao estudo de graduação, fazendo que a preocupação com o controle e a direção da empresa esteja no mesmo patamar com a origem dos recursos financeiros necessários para o funcionamento da mesma.

### Considerações finais

Dada a importância da investigação acerca da evidenciação dos fatores de riscos pelas empresas, o objetivo desse estudo foi identificar os riscos evidenciados por parte das empresas de serviços educacionais, listadas na BM&FBovespa, atual B3, no ano de 2014.

Referente a caracterização das empresas constatou-se que todas as empresas pertencem ao segmento de Novo mercado, caracterizado pelo maior nível de governança corporativa, apresentando um controle acionário bastante disperso, sendo que somente a empresa Ser Educacional tem a figura do acionista controlador. Não foi possível verificar a existência de controladoria nas empresas e somente em duas verificou-se a existência de comitê de auditoria, entretanto, tal característica não foi preponderante na evidenciação dos riscos, pois as empresas que não tinham este órgão evidenciaram um pouco mais que as que não tinham. Estão localizadas na região Sudeste do Brasil, principalmente.

Com relação aos fatores de riscos evidenciados aqueles relacionados ao emissor das ações, a empresa em si, foram responsáveis por mais da metade das informações, sendo a estratégia de crescimento, por aquisições e fusões, e a retenção dos membros de administração apontados como os principais riscos que poderão afetar adversamente as operações e as receitas, portanto a continuidade da empresa.

Ao verificar as sentenças contidas no formulário foi verificado que 78,9% das informações são genéricas relativas ao tema, que além de terem em comum as ideias centrais, as palavras na frase sofreram pequenas modificações na sequência, muitas vezes são textos adaptados para o preenchimento das informações. Esta característica prejudica a qualidade da informação, pois não é possível averiguar se a informação corresponde à realidade da empresa ou é somente a prática do isomorfismo mimético.

Quanto aos tipos de riscos evidenciados os relacionados ao mercado foram os principais, haja vista as políticas de financiamento ou benefícios fiscais conferidos pelo governo devido a adesão ao Prouni e ao Fies. Referente ao risco ambiental não foi evidenciado por nenhuma das empresas.

Não foi encontrada existência de possíveis fatores condicionantes dos níveis de evidenciação como o nível de governança corporativa e o tipo de controlador das empresas, haja vista as empresas pertencerem ao mesmo segmento de governança corporativa e o capital da maior parte das empresas ser bastante disperso. É possível concluir que as empresas têm preocupação aos riscos relacionados ao seu setor de atuação, haja vista a grande quantidade de instituições privadas em atividade no país.

Teve-se como fator limitador desta pesquisa o número reduzido de empresas para análise que atuam neste setor de atuação. Para pesquisas futuras recomenda-se a comparação deste estudo com os riscos que estão sendo evidenciados por empresas deste mesmo setor, porém em outros países.

## Referências

ACI INSTITUTE. *Gerenciamento de riscos: os principais fatores de risco apresentados pelas empresas abertas brasileiras*. São Paulo: KPMG, 2014.

ANIMA. *Histórico e perfil corporativo*. Disponível em [http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49054](http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49054). Acesso em 19 maio 2016.

ARAGÃO, Lindenberg Araújo; CAVALCANTE, Danival Sousa. Qualidade das informações dos formulários de referência das empresas brasileiras listadas no novo mercado da BM&FBovespa. RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia, Joaçaba: v. 13, n. 3, 2014, p. 1089-1118.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. *Curso de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2009.

BRASIL. *Decreto n. 5.773, de 9 de maio de 2006*. Disponível em <http://www2.mec.gov.br/sapiens/portarias/dec5773.htm>. Acesso em 18 maio 2016.

BRASIL. *Lei n. 9.394, de 20 de dezembro de 1996*. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9394.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9394.htm). Acesso em 18 maio 2016.

BRASIL. *Lei n. 11.892, de 29 de dezembro de 2008*. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2008/lei/l11892.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/l11892.htm). Acesso em 18 maio 2016.

BAUER, Martin. Análise de conteúdo clássica uma revisão. In: BAUER, Martin; GASKELL, George (eds.) *Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático*. Petrópolis: Vozes, 2011, p. 189 - 217

CHIZZOTTI, Antônio. Educação superior e o mercado de serviços educacionais. *Revista e-Curriculum*, São Paulo, v. 12, n. 1, 2014, p. 898-924.

- COSO. *Internal control - integrated framework*. Disponível em <http://www.coso.org/publications.htm>. Acesso em 10 maio 2016.
- COSTA JUNIOR, Jorge Vieira. Uma avaliação do nível de evidenciação das Companhias abertas, no Brasil, no tocante aos Instrumentos financeiros. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, n. 32, 2003, p. 23-39.
- CUNHA, Paulo Roberto; SILVA, Júlio Orestes; FERNANDES, Francisco Carlos. Riscos Empresariais divulgado nas ofertas públicas de ações no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 3. n. 41, 2011, p. 454-471.
- DiMaggio, Paul Joseph; Powell, Walter Woody The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, Chicago, n. 48, 1983, p. 147-160.
- ESTÁCIO DE SÁ. Disponível em [http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30092](http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30092). Acesso em 19 maio 2016.
- FERNANDES, Francisco Carlos; SOUZA, Laudelino; FARIA, Ana Cristina. Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, v. 13, n. 1, 2010, p. 59-73.
- GALLON, Alessandra Vasconcelos et al. Qualidade informacional dos relatórios de sustentabilidade de empresas premiadas por suas práticas de responsabilidade socioambiental: uma análise com base nos indicadores da ONU. *Revista Eletrônica Sistemas & Gestão*, Niterói, v. 7, n 3, 2012, p. 298-311.
- GOURLAT, André Moura Cintra. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. São Paulo: USP, 2003. 202f. Dissertação (Mestrado de Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- GUIMARÃES, Iolanda Couto; PARISI, Claudio; PEREIRA, Anísio Cândido; WEFFORT, Elionor Farah Jreige. A importância da controladoria na gestão de riscos das empresas não-financeiras: um estudo da percepção de gestores de riscos e controllers. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 11, n. 32, 2009, p. 260-275.
- GUSE, Jaqueline Carla; BRIGHENTI, Josiane; VOGT, Mara; FERNANDES, Francisco Carlos. Evidenciação dos fatores de riscos nas empresas brasileiras e americanas do setor de papel e celulose. ENCONTRO INTERNACIONAL SOBRE GESTÃO EMPRESARIAL E MEIO AMBIENTE, 16, 2014. Anais ... São Paulo: USP, 2014.
- IBGC. *Guia de orientação para gerenciamento de riscos corporativos*. São Paulo: IBGC, 2007.
- JACOMOSSO, Felipe Andre; CUNHA, Paulo Roberto; GUIDINI, Andréia Acássia. Comitê de auditoria e a evidenciação de riscos corporativos em empresas da construção civil listadas na BM&FBovespa. SIMPÓSIO DE ADMINISTRAÇÃO DA PRODUÇÃO, LOGÍSTICA E OPERAÇÕES INTERNACIONAIS, 18, 2015. Anais... São Paulo: Simpoi, 2015.
- JESUS, Sandra Mara; ALBERTON, Luiz. O processo de implementação da governança corporativa nas empresas de capital aberto: Um estudo com ênfase na auditoria. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v. 4, n. 8, 2007, p. 67-84.
- KLANN, Roberto Carlos; KREUZBERG, Fernanda; BECK, Franciele. Fatores de risco evidenciados pelas maiores empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade - GeAS*, São Paulo, n. 3, 2014, p. 78-89.
- KROTON EDUCACIONAL S.A. Disponível em [www.kroton.com.br](http://www.kroton.com.br). Acesso em 19 maio 2016.

MACEDO, R.Z. *Estratégias adotadas pelas instituições de ensino superior da rede privada face às transformações no início do século XXI*. 2011. Pedro Leopoldo: Faculdade de Pedro Leopoldo, 2011. 107f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) - Faculdade de Pedro Leopoldo.

MAGRO, Cristian Baú Dal; FILIPIN, Roselaine; FERNANDES, Francisco Carlos. Gestão de riscos: análise da evidenciação de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na BOVESPA com base na metodologia Coso. *ConTexto*, Porto Alegre, v. 15, n. 30, 2015, p. 57-75.

MEC. *Censo da educação superior de 2014*. Disponível em [http://download.inep.gov.br/educacao\\_superior/censo\\_superior/documentos/2015/notas\\_sobre\\_o\\_censo\\_da\\_educacao\\_superior\\_2014.pdf](http://download.inep.gov.br/educacao_superior/censo_superior/documentos/2015/notas_sobre_o_censo_da_educacao_superior_2014.pdf). Acesso em 10 maio 2016.

OLIVEIRA, Luiz Martins de; PEREZ JR, José Hernandez; SILVA, Carlos Alberto dos Santos. *Controladoria estratégica*. São Paulo: Atlas, 2013.

OLIVEIRA, João Ferreira de; DOURADO, Luiz Fernandes; AMARAL, Nelson Cardoso. Desafios e perspectivas de uma política para as instituições federais de ensino superior. In: OLIVEIRA, João Ferreira de et al. *Políticas de acesso e expansão da educação superior: concepções e desafios*. Brasília: Inep, 2006, p. 9 -28.

PRADO, Eduardo Vieira do; CAMARGO, Silvia Helena Carvalho Ramos Valladão de; PADOVEZE, Clóvis Luiz; GIULIANI, Antonio Carlos. Gerenciamento de riscos corporativos em empresas com atuação internacional. *Revista Perspectivas Contemporâneas*, Campo Mourão, v. 9, n. 2, 2014, p. 210-228.

SER EDUCACIONAL. Institucional. Disponível em <http://www.sereducacional.com/sobre-o-grupo>. Acesso em 20 maio 2016.

SÉCCA, Rodrigo Ximenes; LEAL, Rodrigo Mendes. *Análise do setor de ensino superior privado no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES Setorial, 2011.

SEDREZ, Célia de Souza; FERNANDES, Francisco Carlos. Gestão de riscos na universidades e centros universitários do Estado de Santa Catarina. *Revista GUAL*, Florianópolis, edição especial, 2011, p. 70-93.

ZANIZ, Letícia et al. Evidenciação de riscos corporativos: uma análise nas empresas que mais negociaram ações na BM&F Bovespa no último quadrimestre de 2012. SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 10, 2013. Anais... Resende: Associação Educacional Dom Bosco, 2013.

ZONATTO, Vinícius Costa da Silva; BEUREN, Ilse. Maria. Categoria de riscos evidenciados nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 12, n. 35, 2010, p. 141-155.

*Rubens Carlos Rodrigues* é estudante do curso de doutorado em Administração na Universidade de Fortaleza.

Endereço: Avenida Washington Soares, 1321 - 60811-905 - Fortaleza - CE - Brasil.

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-7563-6183>.

E-mail: [rubenscarlos@fisica.ufc.br](mailto:rubenscarlos@fisica.ufc.br).

Recebido em 24 de junho de 2020.

Aceito em 15 de setembro de 2020.

