

UNIVERSIDADE DO ESTADO DE SANTA CATARINA - UDESC
Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas – ESAG
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

Ensino de administração e aprendizagem organizacional

**APREDIZAGEN ORGANIZACIONAL NA PRECIFICAÇÃO DE INSTITUIÇÕES DE
ENSINO SUPERIOR**

316.466.908-93

Florianópolis
2024

1 INTRODUÇÃO

Apenas entre as sete IES brasileiras listadas na bolsa de valores¹, sejam elas listadas no Brasil ou fora, fizeram cerca de 70 aquisições nos últimos quatro anos, das quais cerca de 30 delas foram de outras IES, as demais aquisições foram de negócios complementares.

A consolidação do mercado de ensino superior privado no Brasil é uma realidade no país, movimento motivado pelos ganhos de competitividade, ao promover ganhos de escala e maior rentabilidade para a Instituição de Ensino Superior (IES), e ao possibilitar melhorias na oferta aos alunos, com ganhos de qualidade e acesso na oferta de ensino.

São amplos os aspectos a serem considerados em um processo de fusões e aquisições (F&A). É fenômeno impulsionado por uma diversidade de motivações e interesses, o conhecimento das razões que levam uma organização a adquirir outra organização interfere em todas as etapas que compõem o processo de fusão ou aquisição. As razões que levam uma organização a ser o alvo de outra organização também (BARROS, 2003).

Inobstante a motivação em si, fusões e aquisições são realizadas por dois motivos: criar valor ou captar valor. Entrar em novos mercados, aumentar a fatia de mercado e conquistar novas marcas são formas de criar valor. Para capturar valor, a organização adquirente realiza a fusão ou aquisição a fim de obter a expertise da organização adquirida (GHOSHAL; TANURE, 2004).

Do ponto de vista do vendedor, a venda é a oportunidade de realizar e materializar um valor ora imobilizado, entre outros aspectos. Portanto a capacidade da correta precificação deste ativo se torna uma capacidade essencial na execução de processos de fusões e aquisições.

A chamada precificação de ativos é a parte mais fascinante, ou uma delas, do mundo das Finanças. O mais curioso do termo inglês *valuation*, também fartamente utilizado no Brasil por investidores, analistas e gestores de recursos, é que não existe resposta ou metodologia que possa ser considerada a única correta. *Valuation* é, por definição, a técnica de “reduzir a subjetividade” de algo que é subjetivo por natureza (PÓVOA, 2012).

A fundamentação teórica da precificação de ativos emergiu em meados dos anos de 1950 (Holanda, Albuquerque, Carvalho & Cavalcanti, 2007), e ganhou relevância a partir da década de 80, época marcada por grandes privatizações, fusões e aquisições (Monte, Araújo Neto & Rêgo, 2009).

¹ Afya, Ânima, Cogna, Cruzeiro do Sul, SER Educacional, Vitru, Yduqs.

O objetivo mais importante do avaliador é, através da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo. Cabe marcar a diferença: preço é um conceito objetivo, ponto de encontro entre oferta e demanda de um ativo em determinado momento do tempo. Já a ideia de valor é subjetiva: depende não só do ativo avaliado, como também dos olhos e perfil do risco do avaliador. Quantas vezes deparemos com situações em que vamos comprar algum objeto e achamos que “não vale aquilo que está sendo pedido”. Preço não se discute, é um fato. A noção de valor, ao contrário, suscita diversas interpretações (PÓVOA, 2012).

Alguns dos métodos mais utilizados para a avaliação de empresas-alvo que são: o fluxo de caixa descontado, o método dos múltiplos ou avaliação relativa, a avaliação de ativos e a opção real (DAMODARAN, 1997; DEPAMPHILIS, 2015). Dentre estas e outras diferentes metodologias de avaliação disponíveis, a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é considerada uma das mais completas (PÓVOA, 2012), é amplamente utilizada por investidores profissionais (MATERLANC, PASIN et al, 2017) e sua aplicação é considerada por muitos investidores uma condição *sine qua non* para tomada de decisão quanto ao preço e valor do ativo em análise. É justamente nesta metodologia que se deve ter maior atenção quando aplicada na avaliação de IES no Brasil, pois tratamos de um setor regulado com diversas idiossincrasias.

Veja que, inicialmente, a IES é credenciada como faculdade. O credenciamento como universidade ou centro universitário, com as respectivas prerrogativas de autonomia, depende do credenciamento específico de instituição já credenciada, em funcionamento regular e com padrão satisfatório de qualidade. (MEC, 2024).

Segundo a Lei de Diretrizes e Bases da Educação (LDB), Lei nº 9.394, de 1996, a diferença entre as classificações é que as universidades são obrigadas a desenvolver atividades de ensino, pesquisa e extensão e têm autonomia para criar cursos sem necessidade de autorização do MEC, exceto nas áreas de Direito, Medicina, Psicologia e Odontologia, que possuem regulamentação própria.

A aplicação da metodologia de fluxo de caixa descontado deverá ser aplicada com especial atenção e adaptação a depender da modalidade ofertada, curso, tipo de credenciamento, conceito institucional entre outros aspectos que tornam bastante particular a avaliação de IES quando comparadas a outros negócios não regulados, principalmente no que tange a projeção dos resultados desta instituição.

Além das particularidades quanto ao arcabouço regulatório em que as IES estão inseridas, há também diversas particularidades ligadas a programas governamentais de incentivo à atividade, buscando a concessão de bolsas, financiamento, estudantil, entre outros,

com impacto na dinâmica operacional, financeira e tributária de tais instituições. Estes são programas com especificidades desde a esfera municipal à federal.

Não o bastante, o exercício de uma atividade regulada, não só impacta os possíveis cenários de projeções e determinação do fluxo de caixa, mas pode também impactar o custo de capital. Segundo grande parte da literatura existente associada ao tema, o risco regulatório corresponde a um risco sistemático (não diversificável) não contemplado pelos modelos tradicionais utilizados para calcular o custo do capital, incluindo os modelos adaptados a países emergente (MATERLANC, PASIN et al, 2017)

Tendo em vista a importância da determinação do preço e a convergência na percepção de valor para que um processo de F&A avance para além de uma etapa de desejo. Dado a existência de uma base representativa de casos de sucesso neste tipo de transação, logo de precificação e formulação de proposta, e a falta de literatura específica sobre o tema. A pergunta que o trabalho se empenha para responder é, afinal, como precificar uma instituição de ensino superior no Brasil?

Este projeto tem como objetivo determinar quais são melhores metodologias e práticas mais recorrentes no que tange a precificação de IES no Brasil, quais são as adaptações necessárias para sua aplicação, como a regulação impacta no desenho das projeções, bem como o *framework* que deve ser utilizado nestes casos para convergir a percepção de valor, interesses e formatação de uma proposta de aquisição de IES. Qual é o aprendizado organizacional que podemos extrair dos principais compradores atuantes neste setor.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

O segmento de ensino superior no Brasil é bastante particular, ele transcende a lógica da oferta e demanda, bem como da “eficiência operacional” que consta na literatura sobre administração e negócios. Não que estas forças não continuem a agir, continuam, mas a lógica que é normalmente empregada em outros segmentos não pode ser integralmente empregada na gestão, avaliação ou precificação de instituições de ensino.

Os profissionais de avaliação, das assessorias em F&A, sejam bancos de investimentos ou boutiques de F&A, sem experiência prévia em instituições de ensino dependem de maior suporte de especialistas sobre o setor para que possam construir um adequado cenário de avaliação, de cisão, ou de otimização de custos e despesas em suas projeções.

Há considerável volume de informações públicas sobre o tema, sobretudo das instituições de ensino superior brasileiras com capital aberto na bolsa de valores, contudo, é

escassa a teorização sobre o tema, e análise das especificidades do setor para além de uma visão macro do seu comportamento, de tendências de longo prazo.

Sánchez (2022) também afirma “quando o tema fusões e aquisições, associado às instituições de educação superior, é focado na perspectiva da aprendizagem organizacional, evidencia-se a escassez de estudos a respeito revelando um certo empirismo na práxis do assunto.”

1.2 OBJETIVO GERAL

O objetivo deste projeto de pesquisa é contribuir para evolução da metodologia de avaliação de empresas, especificamente na sua aplicação em Instituições de Ensino Superior, de forma a incorporar as idiossincrasias regulatórias do setor na aplicação da metodologia de avaliação.

- a) Apontar como a regulação impacta na capacidade de oferta destas instituições e como considerar tais impactos nas projeções financeiras das IES, apresentando um procedimento de análise que se atente a este cenário;
- b) Apontar como a regulação impacta nos custos destas instituições e como considerar tais impactos nas projeções financeiras das IES, apresentando um procedimento de análise que se atente a este cenário;
- c) Avaliar se a regulação impacta, ou não, no custo médio ponderado de capital do setor, apontando se há necessidade de adaptações na metodologia de cálculo do custo de capital;
- d) Entender e explicar como e se os agentes atuantes neste segmento levam em consideração os aspectos listados acima em suas análises e precificações;
- e) Apontar quais são as principais ferramentas dos agentes atuantes neste segmento para estreitar as percepções de preço e valor;
- f) Aplicar o arcabouço ou *framework* acima construído em um caso concreto de aquisição de IES.

2 JUSTIFICATIVA

Este trabalho vem com intuito de fornecer o arcabouço metodológico e procedimental aos profissionais do segmento, executivos, estudantes, interessados em geral, na avaliação e precificação de instituições de ensino no Brasil. Em outras palavras, organizar e dar publicidade ao trabalho que já vem sendo realizados pelos principais agentes deste segmento.

Ademais, o ensino superior privado brasileiro se destaca no mundo, pois em poucos países o segmento privado possui proporcional relevância ao do Brasil. Ele é grande na sua participação, ele é grande em sua importância social, mas é ainda pequeno frente aos nossos desafios sociais e objetivos para a educação no Brasil, logo é esperado que os grandes grupos educacionais privados continuem a expandir o alcance do ensino superior no Brasil.

O Plano Nacional de Educação (PNE) determina diretrizes, objetivos e estratégias para a política educacional brasileira entre 2014 e 2024. De acordo com o PNE, um dos objetivos quantificáveis é elevar a taxa bruta de matrícula no ensino superior para 50% da população e elevar a taxa líquida de matrículas no ensino superior para 33% da população de 18 a 24 anos. Dado a maior participação do ensino superior privado no país, e a pressão pela expansão de sua oferta, a problemática e a necessidade de entendimento sobre os aspectos abordados neste projeto de pesquisa será crescente.

Além da importância do segmento, tenho particular interesse no tema uma vez que ocupo posição de liderança no setor responsável pelo crescimento inorgânico de uma IES, especificamente na área de Fusões e Aquisições e Projetos Especiais. Reconhecendo a importância e expertise nesse campo para garantir que as decisões de aquisições e investimentos sejam informadas, bem-sucedidas e estejam em conformidade com as metas globais da instituição.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A compreensão do conceito de risco e retorno é essencial em finanças, tanto academicamente quanto na prática. Isso é especialmente verdadeiro na avaliação de empresas, onde esses conceitos são fundamentais. O retorno de um ativo é o principal motivador para investidores considerarem ou não um ativo. Cada ativo carrega um nível de risco que reflete a incerteza associada à realização do retorno esperado. Markowitz (1959) argumenta que é impossível prever com 100% de certeza o retorno de um investimento devido à complexidade das forças econômicas e influências não econômicas que podem afetar o desempenho de um ativo ou empreendimento, mesmo em condições econômicas favoráveis.

Damodaran (2007) aponta que a consciência sobre qual é o valor de um ativo e o que determina seu valor, é condição necessária para uma tomada de decisão inteligente. Reconhece que há ativos mais fáceis e mais difíceis de serem avaliados. Os detalhes na avaliação de ativos variam de ativo para ativo e a incerteza associada a diferentes ativos varia de acordo com cada

um. Também aponta que os ativos financeiros devem ser adquiridos com base na expectativa dos fluxos de caixa a serem recebidos no futuro e não por percepções emocionais momentâneas.

De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2010), o princípio fundamental para a criação de valor é que as empresas geram valor ao investir seu capital, seja próprio ou de terceiros, para produzir fluxos de caixa com uma taxa de retorno superior ao custo de capital da empresa. Portanto, à medida que as empresas aumentam suas receitas e investem mais capital em projetos com taxas de retorno favoráveis, elas aumentam a criação de valor.

Além de determinar o propósito da avaliação e selecionar o método mais apropriado, há também considerações, conforme mencionado por Martins (2000), relacionadas à variação das premissas dentro de um mesmo método de avaliação de empresas, o que pode resultar em avaliações divergentes. Correia (2005) também destaca que cada empresa possui características específicas, variando entre diferentes setores industriais, as quais podem e devem ser consideradas nos modelos de avaliação. Certamente a imparcialidade do avaliador é crucial para que o valor do ativo adequadamente precificado.

No Brasil o tema de avaliação de empresas passou a ganhar notoriedade entre os anos de 1980 e 1990 devido as grandes privatizações iniciadas nesta época (Alves, Rezende & Ribeiro, 2013; Cabral, Cunha, Machado & Rech, 2014).

Para Costa Júnior (2011) avaliar uma empresa “É, praticamente, um estado da "arte", em que o analista usa diversos conhecimentos sobre economia e finanças, juntamente, com um "bom senso" para transportar para o momento presente as "possíveis" riquezas que a empresa gerará no futuro”.

Corroborando o entendimento, Assaf Neto (2014) explica que: “O valor de uma empresa é um valor esperado, um preço estimado, baseado em previsões, erros e incertezas dos analistas. O avaliador convive com a incerteza de suas projeções, das variáveis macroeconômicas e de mercado que a empresa atua. [...]”. Para Martins (2001), o valor de uma empresa deve ser determinado pela sua capacidade de gerar benefícios tanto no presente como no futuro.

A rigor, a avaliação de empresas visa estabelecer o valor de uma empresa da forma mais justa possível, sem que seja almejado um valor exato e inquestionável, mas sim uma estimativa ou faixa de valor, um valor justo de mercado (Martins, 2001; Martelanc et al. 2005; Assaf Neto, 2010).

Existentes diversos métodos para se determinar a estimativa de valor de uma empresa, cada método com características, com vantagens e desvantagens a serem consideradas em cada caso. Muller (2003) e Fernández (2016), expõem seis modelos usualmente utilizados para se avaliar uma empresa, baseados estes no (i) balanço patrimonial (abrangendo os métodos do

valor contábil, valor contábil ajustado e valor de liquidação); (ii) *goodwill* (abrangendo o método do *goodwill* clássico); (iii) criação de valor (abrangendo os métodos EVA e MVA); (iv) opções (abrangendo o método da teoria das opções reais); (v) resultado econômico (abrangendo o método de avaliação por múltiplos) e fluxo de caixa descontado (abrangendo a aplicação pelo fluxo de caixa livre).

Segundo Boufet (2006), qualquer que seja o método utilizado, é fundamental que ele produza uma estimativa que atenda aos interesses das partes envolvidas no processo de avaliação, incluindo vendedores e compradores/investidores.

Importante notar que uma boa avaliação não deve se restringir aos relatórios financeiros. Analistas e demais envolvidos devem levar em conta uma série de outros elementos como: cenário econômico, segmento de atuação da empresa, perfil dos consumidores, análise histórica de desempenho, assim como aspectos: jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos, entre outros (Holanda et al., 2007).

Quanto aos métodos disponíveis, existem abordagens que utilizam práticas simplificadas para calcular a estimativa de valor, assim como há métodos mais complexos e conceituais que requerem uma quantidade maior de informações e tempo para serem aplicados. Montandon, Siqueira e Ohayon (2007), observam que não se pode afirmar que um determinado método seja extremamente capaz de resultar em uma estimativa exata, que venha ser inquestionável, pois todos eles são revestidos de subjetividade.

Debates sobre qual método é mais adequado para avaliar uma empresa são frequentes na literatura, chamando a atenção não apenas de acadêmicos, mas também de profissionais do mercado (Muller & Teló, 2003). De acordo com o levantamento de estudiosos, os métodos mais utilizados são: o método de avaliação por múltiplos e o método de fluxo de caixa descontado (Damodaran, 1997; Pasin, 2004; Soute, Martins, Schvirck & Machado, 2008). Também corroborado nas pesquisas desenvolvidas por Demirakos, Strong e Walker (2004) e Martelanc et al. (2005), onde apontam ambas as metodologias como as mais utilizadas por profissionais de mercado, em diversos segmentos de atuação.

Em resumo, o método de avaliação por múltiplos é conhecido por sua simplicidade, exigindo poucas informações e tempo para ser aplicado. Por outro lado, o método de fluxo de caixa descontado, fundamentado no conceito de valor presente, é reconhecido por sua robustez, demandando um maior volume de informações a serem coletadas e analisadas, o que resulta em um processo mais demorado (Lima, 2008).

Na avaliação por fluxo de caixa descontado, além das projeções de resultado, é preciso estimar a taxa de desconto e buscar a medida mais adequada que represente o custo de

oportunidade do capital próprio do investidor. O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), criado por William Sharpe em 1964, é um dos modelos mais utilizados por profissionais e pela academia.

Fama (2004) destaca que o CAPM representa uma extensão da teoria de Seleção de Portfólios de Markowitz (1959), sustentando que os investidores sempre procurarão maximizar o retorno dado o nível de risco que estão dispostos a assumir. Além disso, o modelo CAPM introduz uma nova premissa na qual os investidores têm acesso a uma taxa de retorno livre de risco (R_f), disponível para todos, independentemente do volume de investimento. Com base nessas premissas, conclui-se que os investidores assumirão algum nível de risco se o retorno esperado do ativo superar a taxa livre de risco.

No que diz respeito às estimativas produzidas pelos métodos de avaliação de empresas, alguns autores defendem a ideia de que os resultados obtidos por diferentes métodos devem convergir para um mesmo valor (Penman, 2005), divergindo, Damodaran (1997), afirma que diferenças significativas podem vir a existir entre um método e outro.

Todos estes aspectos serão de grande importância para o desenvolvimento do projeto de pesquisa aqui proposto, uma vez que os profissionais de mercado se utilizam de tais metodologias e as adaptam conforme o caso concreto em análise.

4 METODOLOGIA

Esta pesquisa tem como objetivo identificar as adaptações necessárias pra aplicação da metodologia de avaliação de empresas nas IES brasileiras, com especial enfoque na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado. Uma vez que o ensino superior é uma atividade regulada no Brasil e que a correta projeção dos fluxos de caixa passa pela incorporação deste arcabouço regulatório e fiscal nas projeções, bem como potencial impacto nas diversas variáveis da metodologia, em particular do próprio custo de capital. Assim deseja-se identificar quais são os pontos de atenção dos principais compradores/investidores no segmento na aplicação desta metodologia, seja por revisão documental, bibliográfica quanto por entrevistas.

Trata-se de uma pesquisa que perpassa os objetivos exploratórios, descritivos e explicativos, que se utilizará de procedimentos de cunho bibliográfico e documental, utilizando-se de dados secundários – em particular das IES com listagem em bolsa de valores, será importante a revisão da bibliografia produzida por estas instituições quanto às suas aquisições, sejam os materiais de anúncio ao mercado quanto seus Demonstrativos Financeiros, no que tange as respectivas aquisições.

É esperada a realização de entrevistas semiestruturadas, feitas presencial ou remotamente, através de plataformas de comunicações disponíveis que permitam a transmissão de imagens em tempo real (vídeo) e gravação e acesso à documentação, quando possível.

Considerando a natureza subjetiva das avaliações de empresas, o trabalho propõe avaliar o levantamento, e teoria construída nesta pesquisa em um estudo de caso. Robert Yin (2005) afirmou que “a clara necessidade pelos estudos de caso surge do desejo de se compreender fenômenos sociais complexos”, desta forma entendeu-se que a estratégia de estudo de caso é adequada para este trabalho, com o objetivo de pormenorizar os aspectos de um modelo de avaliação.

Trata-se de um trabalho quantitativo em seu objetivo de prever e controlar, quanto qualitativo, no seu enfoque compreender o que, como e por que as coisas acontecem (BANSAL; CORLEY, 2012; COOPER; SCHINDLER, 2016).

Portanto, esta pesquisa será de natureza mista, pois contém análises quantitativas e interpretação qualitativa do processo de construção dos métodos e dos resultados finais gerados pela avaliação de empresas.

Martins (2006, p. 11) ressalta que “como estratégia de pesquisa, um Estudo de Caso, independentemente de qualquer tipologia, orientará a busca de explicações e interpretações convincentes para situações que envolvam fenômenos sociais complexos”, e, também, a elaboração “de uma teoria explicativa do caso que possibilite condições para se fazerem inferências analíticas sobre proposições constatadas no estudo e outros conhecimentos encontrados.” (MARTINS, 2006, p. 12).

Visto o crescente número de pesquisas de estudos de caso (Barr, 2004; Rynes & Gephart, 2004; Bartunek, Rynes, & Ireland, 2006), muitos autores abordaram seu potencial em fazer uma contribuição teórica (Ridder, Hoon, & McCandless, 2009; Whetten, 1989) através do refinamento e reorientação das teorias existentes (Shah & Corley, 2006).

5 VIABILIDADE

Primeiramente, importante observar, que o pesquisador atua na atividade e segmento proposto no projeto, possui experiência em avaliação, precificação e negociação de empresas e de instituições de ensino.

Os últimos quatro anos que se dedicou exclusivamente a esta atividade, no segmento proposto, não só permitiu uma ampliação do conhecimento prático e teórico objeto deste projeto, mas também abriu portas à diversos agentes atuantes no segmento como, consultorias

especializadas no segmento, fundos de *private equity* dedicados ao setor, a avaliadores de outras instituições de ensino, além de outros agentes atuantes no setor, generalistas ou especialistas. Rede de relacionamento esta que será de fundamental importância para a condução de entrevistas e para uma visão ampliada do tema.

Há uma evolução constante e aprendizado organizacional na IES em que atua, e também em outras grandes instituições privadas ou de capital aberto em bolsa de valores. Conhecimento este que poderá ser acessado tanto pro entrevistas quanto pela análise de demonstrativos financeiros e outros documentos ligados a aquisições ou avaliação a preço justo de empresas adquiridas.

Não é incomum que as instituições de ensino superior de capital aberto divulguem, ainda que parcialmente, a metodologia e critérios de avaliação utilizados nas transações realizadas pela companhia, a exemplo da Cogna Educação que, nas demonstrações financeiras de 2023, apontou a técnica de avaliação da mensuração a valor justo de algumas de suas adquiridas e alguns dos critérios de avaliação².

Por fim, com o objetivo de testar o conhecimento e observações consolidadas neste projeto, é proposta a condução de estudo de caso, aquisição, na qual o pesquisador conduziu o processo de aquisição de uma IES pessoalmente.

6 CRONOGRAMA

ETAPAS	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25	1T26	2T26
Revisão dos objetivos do projeto								
Pesquisa bibliográfica								
Levantamento de dados e entrevistas								
Organização e desenvolvimento								
Análise detalhada e discussão								
Conclusões								
Redação da dissertação								
Defesa da Dissertação								

² Demonstrações Financeiras Padronizadas da Cogna Educação, p.61, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e1110a12-6e58-4cb0-be24-ed1d5f18049a/f8111201-243c-5a6c-3c4f-c0cee6ec99c7?origin=1> acesso em 23/03/2024.

7 REFERÊNCIAS

ALVES, L. C., REZENDE, C. F., & RIBEIRO, K. C. S. **Comparativo de métodos de valuation: análise do caso Hering S/A**. Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção. Salvador, BA, Brasil, 33, 2013.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

BARR, P.S. **Current and Potential Importance of Qualitative Methods In Strategy Research**. Research Methodology in Strategy and Management (Research Methodology in Strategy and Management, Vol. 1), Emerald Group Publishing Limited, Leeds, pp. 165-188, 2004.

BARROS, B. T. de. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARTUNEK, Jean M.; RYNES, Sarah L.; IRELAND, R. Duane: **Academy of Management Journal Editors' Forum: What Makes Management Research Interesting, and Why Does it Matter?** In: Academy of Management Journal, 49(1), 9-15, 2006.

BANSAL, P. (TIMA); CORLEY, K. Publishing in AMJ - Part 7: **What's Different about Qualitative Research?** Academy of Management Journal, v. 55, n. 3, p. 509–513, jun. 2012.

Boufet, L. S. **Métodos de valoração de empresas: estudo de caso em uma empresa supermercadista**. Dissertação de Mestrado (Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2006.

CABRAL, L. L, CUNHA, M. F., de. MACHADO, C. A., & RECH, I. J. **Custo do capital próprio como taxa de desconto na avaliação de empresas no Brasil: evidências entre a teoria e a prática de mercado**. Revista de Contabilidade da UFBA, 7(3), 5-22, 2014.

COGNA EDUCAÇÃO S.A.; **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2023**, p.61, 2023. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e1110a12-6e58-4cb0-be24-ed1d5f18049a/f8111201-243c-5a6c-3c4f-c0cee6ec99c7?origin=1>. Acesso em 23/03/2024.

COOPER, D.R.; Schindler, P.S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. McGraw Hill Brasil, 2016.

COSTA JÚNIOR, C. J. **Avaliação de bancos: projeção das demonstrações de resultado do exercício (DRE) com enfoque em modelos econométricos**. Revista de Economia, 7(2), 87-103, 2011.

CORREIA, J. F. **Revisão teórica de modelos de avaliação de empresas**. Rev. Cent. Ciênc. Admin., Fortaleza, v. 11, n. 2, p. 165-175, dez 2005.

CRESWELL, J. W. **Qualitative Inquiry and Research Design: Choosing Among Five Approaches**. 2nd. ed. Thousand Oaks, CA, US: Sage Publications, Inc, 2007.

DEMIRAKOS, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. **What valuation models do analysts use? Accounting Horizons**, 18(4), 221-240, 2004.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODRAN, Aswalth. **Avaliação de Empresas**. 2 ed. São Paulo, Pearson Education do Brasil, 2007.

DEPAMPHILIS, D. M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions**. 8. ed. Los Angeles: Elsevier, 2015.

FAMA, E., KENNETH R. **The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence**, Center for Research in Security Prices, Journal of Economic Perspective, v. 18, n. 3, p. 25-46, jan 2004.

FERNÁNDEZ, P. **Métodos de valoración de empresas**. IESE Business School, University of Navarra, 2016. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1267987>. Acesso em 29/03/2024.

GEPHART, Robert P.: **From the Editors: Qualitative Research and the Academy of Management Journal**. In: Academy of Management Journal, 47(4), 454-462, 2004.

GHOSHAL, S.; TANURE, B. **Estratégia e gestão empresarial: construindo empresas brasileiras de sucesso: estudos de casos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

HOLANDA, F. M. A., ALBUQUERQUE, L. S., CARVALHO, J.R., & CAVALCANTI, P. R. N. **Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias**. Revista Ciências Administrativas, 13(1), 100-109, 2007.

KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. Fifth Edition McKinsey & Company, New Jersey, 2010.

LIMA, A. C. **Determinantes de valor do ativo intangível nas empresas produtoras de tecnologia da informação e comunicação do Porto Digital**. Tese de Doutorado (Administração). Universidade Federal de Pernambuco, 2008.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; & CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MATERLANC, PASIN et al. **Fusões e aquisições: estratégias empresariais e tópicos de Valuation**. São Paulo. All Print Editora, 2017.

MARTINS, E. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. Caderno de Estudos, v 13, n. 24, p. 28-37, julho/dezembro 2000.

MARTINS, E. (org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. FIECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2006.

MARKOWITZ, H. **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments**. Cowles Foundation for Reserach in Economics at Yale University, 1959.

MEC. **Ministério da Educação (MEC): Instituições Credenciadas**. Disponível em <http://portal.mec.gov.br/component/content/article?id=12467:instituicoes-credenciadas>. Acesso em 27/03/2024.

MONTANDON, M. M.; SIQUEIRA, J. R. M.; & OHAYON, P. **Avaliação de Empresas em Perícias Contábeis: um Estudo de Casos**. Pensar Contábil, 10(9), 1-15, 2007.

MONTE, P. A., ARAÚJO NETO, P. L. A., & Rêgo, T. F. **Avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A**. Revista Contemporânea de Contabilidade, 1(11), 37-58, 2009.

MULLER, A. N. **Fluxo de caixa descontado, lucros capitalizados e lucros excedentes: o desempenho dos modelos de avaliação de empresas**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC, Florianópolis, 2003.

Muller, A. N., & Teló, A. R. **Métodos de avaliação de empresas**. Revista FAE, 6(2), 97-112, 2003.

PASIN, R. M. **Avaliação relativa de empresas por meio de regressão de direcionadores de valor**. Dissertação de Mestrado (Administração). Universidade de São Paulo, 2004.

Penman, S. H. **Discussion of “On Accounting-Based Valuation Fórmulae” and “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value”**. Review of Accounting Studies, 10, 2005.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RIDDER, Hans-Gerd; HOON, Christina; MCCANDLESS, Alina: **The Theoretical Contribution of Case Study Research to the Field of Strategy and Management**. In: Ketchen, David. J /Bergh, Donald D. (Eds.): *Research Methodology in Strategy and Management*, 5. Bingley, 137-178, 2009.

SÁNCHEZ, Patrícia Beckhäuser. **Aprendizagem organizacional em fusões e aquisições de instituições de educação superior: um estudo de caso em uma universidade de Santa Catarina**. 2022. 1 recurso on-line (336 p. Tese (Doutorado)-Universidade do Estado de Santa Catarina, Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas, Doutorado em Administração, Florianópolis, 2022. Disponível em: <http://sistemabu.udesc.br/pergamumweb/vinculos/0000a0/0000a0a5.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2023.

SAURIN, V., & COSTA JÚNIOR, N. C. A. **O valor mínimo de uma empresa: estudo de caso**. *Revista de Negócios*. 2(4), 51-57, 1997.

SHAH, Sonali K.; CORLEY, Kevin G.: **Building Better Theory by Bridging the Quantitative Qualitative Divide**. In: *Journal of Management Studies*, 43(8), 1821-183, 2006.

SOUTE, D. O.; MARTINS, E.; SCHVIRCK, E.; & MACHADO, M. R. **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento**. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 11(1-2), 1-17, 2008.

YIN, R. K. **Estudo de Caso: Planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.