

MESTRADO
CONTABILIDADE E CONTROLO DE GESTÃO

Impacto da IFRS 16 na avaliação das empresas

Cármén Amorim Silva

M

2018



LOCAÇÃO OPERACIONAL – IMPACTO DA IFRS 16 NA AVALIAÇÃO
DAS EMPRESAS

Cármem Amorim Silva

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientado por
José António Moreira
Maria do Céu Ribeiro

2018

Nota Bibliográfica

Cármem Silva, natural da Póvoa de Varzim, nasceu em 3 de outubro de 1984.

Licenciou-se em Gestão pela Faculdade de Economia da Faculdade do Porto em 2008, finalizando o curso com média de 14 valores.

Nesse ano, iniciou a sua carreira profissional na empresa Auto-Sueco Lda desempenhando atualmente a função de técnica de contabilidade na empresa SEG Automotive Portugal.

No período de 2015 a 2018 frequentou e concluiu com êxito a parte curricular do Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão, no âmbito do qual é apresentada a presente dissertação.

Agradecimentos

A realização da presente dissertação só foi possível pelo contributo de várias pessoas, às quais agradeço.

Ao Professor Doutor José António Moreira, pela sua orientação, disponibilidade e perseverança.

À minha coorientadora, Maria do Céu Ribeiro, pelo apoio, o otimismo e as valiosas contribuições para este trabalho.

Aos meus amigos e família, pelo constante incentivo.

Ao meu marido, pela paciência, compreensão e apoio incondicional.

E um especial agradecimento ao meu filho, pelas horas de ausência...

Resumo

O *International Accounting Standards Board* (IASB) e o *US Financial Accounting Standards Board* (FASB) sempre se mostraram preocupados com o uso das locações operacionais como forma de financiamento *off-balance sheet*, devido à falta de transparência da informação divulgada, dado não fornecer uma imagem real das operações de locação e dificultar a comparabilidade entre empresas. No sentido de colmatar esta lacuna, os dois organismos concordaram na alteração do anterior modelo de contabilização, eliminando a classificação das locações em financeiras e operacionais e tornaram obrigatório o reconhecimento de todas as locações pelos locatários nos ativos e passivos do balanço das suas empresas. Surge assim a IFRS 16, emitida em janeiro de 2016 e aplicável aos exercícios que se iniciem em ou após 1 de janeiro de 2019. De acordo com esta norma, uma locação é um contrato que transmite para o locatário o direito de usar o ativo por um determinado período de tempo. No entanto, o reconhecimento do *right-of-use* (ROU) e da respetiva responsabilidade subjacente no balanço irá alterar a leitura e interpretação de rácios, com impacto nomeadamente na maioria dos *covenants*, e a forma como avaliamos a performance das empresas.

No sentido de antecipar as consequências da adoção da nova norma das locações, a presente dissertação investiga, a partir de uma amostra de empresas não financeiras cotadas na EURONEXT Lisboa e Bolsa de Madrid, especificamente no índice bolsista IBEX 35, o impacto *ex ante* da implementação da IFRS 16 na avaliação das empresas, medido pelo impacto na cotação das ações no período entre 2014 e 2016.

Os resultados obtidos sugerem que, apesar do impacto em alguns rácios não se antevê qualquer efeito na cotação das ações, uma vez que os utilizadores da informação financeira estarão a ajustar os valores apresentados nas demonstrações financeiras, nomeadamente o balanço, de modo a refletir os ativos e passivos decorrentes de locações operacionais existentes.

Palavras-chave: Locações; Contabilidade; Modelo do direito de uso; IFRS; Cotação

Abstract

The International Accounting Standards Board (IASB) and the US Financial Accounting Standards Board (FASB) have always been concerned with the use of operating leases as a way of off-balance sheet financing due to the lack of transparency of the disclosed information, which does not provide a real picture of leasing operations and it hinders comparability between companies. To close this gap, the two organizations agreed to change the previous accounting model, eliminating the classification of financial and operating leases, making it mandatory to recognize all leases by the lessees in the assets and liabilities of the balance sheet of their companies. This results in IFRS 16, issued on January 2016 and applicable to periods beginning on or after January 1, 2019. Under this standard, a lease is a contract that gives the lessee the right to use the asset for a certain period of time. However, recognizing the right-of-use (ROU) and underlying accountability on the balance sheet will alter the reading and interpretation of ratios, used by most of the covenants, and how we evaluate the performance of the companies.

To anticipate the consequences of adopting the new leasing rule, this dissertation investigates, from a sample of non-financial companies listed in EURONEXT Lisbon and the Madrid Stock Exchange, specifically in the IBEX 35 index, the ex ante impact of the implementation of IFRS 16 in the evaluation of companies, measured by the impact on share prices in the period between 2014 and 2016.

The results obtained suggest that, despite the impact on some ratios, no effect on the share price is predicted, since users of financial information will be adjusting the figures presented in the financial statements, to reflect the assets and liabilities arising from existing operating leases.

Keywords: Leases; Accounting; Right-of-use model; IFRS; Share Price

Índice Global

Nota Bibliográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
<i>Abstract</i>	iv
Índice de Tabelas	vii
Índice de Anexos	viii
Lista de Siglas	ix
Capítulo 1 Introdução	1
1.1 Atualidade do tema	2
1.2 Objetivos e motivações.....	3
1.3 Estruturação do estudo.....	4
Capítulo 2 Revisão de Literatura	6
2.1 Breve resenha histórica	6
2.2 As locações operacionais na investigação	7
2.2.1 Impacto nos rácios financeiros	8
2.2.2 Efeito da alteração da política de contabilização na avaliação do risco financeiro	8
2.2.3 Conclusões dos inquéritos e comentários à proposta de alteração	9
Capítulo 3 Impacto <i>ex ante</i> da adoção da <i>IFRS</i> 16	10
3.1 – Rácios utilizados na avaliação de desempenho das empresas	10
3.2 – Impacto da adoção da <i>IFRS</i> 16 nos rácios de análise da performance	13
3.3 – Divulgações das empresas sobre a adoção da <i>IFRS</i> 16	15
Capítulo 4 Metodologia da Investigação e Desenvolvimento da Hipótese	17
4.1 - Introdução	17
4.2 – Desenvolvimento da Hipótese de Investigação.....	17
4.3 – Modelo de Análise	18
Capítulo 5 – Seleção da Amostra e Estatísticas Descritivas	21
5.1 Seleção da Amostra	21
5.2 Recolha de Dados	22

5.3	Estatísticas Descritivas	24
Capítulo 6 Resultados Empíricos		29
6.1	Introdução.....	29
6.2	Resultados do Teste da Hipótese	29
6.2.1	– Estatística descritiva da subamostra com maior peso de locações operacionais.....	31
6.2.2	– Teste da Hipótese – subamostra com maior peso em locações operacionais.....	33
6.2.3	– Estatística descritiva da subamostra com menor peso de locações operacionais.....	34
6.2.4	– Teste da Hipótese – subamostra com menor peso em locações operacionais.....	35
6.3	Análise Sectorial	37
6.4	Testes de Robustez	37
Capítulo 7 Conclusões, Contributos e Limitações do Estudo		40
Referências Bibliográficas		42
Anexos.....		46

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Principais rácios usados nas <i>covenants</i> financeiras	11
Tabela 2 – Rácios de análise da performance das empresas	12
Tabela 3 - Distribuição da amostra por setor de atividade	24
Tabela 4 – Estatística Descritiva da Amostra para o ano 2016.....	25
Tabela 5 – Matriz de correlação de Pearson e Spearman	26
Tabela 6 – Impacto em alguns rácios financeiros	27
Tabela 7 – Coeficientes da Regressão do Modelo	29
Tabela 8 – Coeficientes da Regressão do Modelo com variável <i>dummy</i>	31
Tabela 9 – Distribuição da subamostra com maior peso de locações operacionais	32
Tabela 10 – Estatística Descritiva da subamostra com maior peso.....	32
Tabela 11 – Coeficientes da regressão da subamostra com maior peso de locações operacionais.....	33
Tabela 12 - Estatística Descritiva da subamostra com menor peso	35
Tabela 13 - Coeficientes da regressão da subamostra com menor peso de locações operacionais.....	36

Índice de Anexos

Anexo 1 – Lista das empresas da amostra	45
Anexo 2 – Estatística Descritiva da amostra em estudo	46
Anexo 3 – Matrizes de correlação de Pearson e Speraman	47
Anexo 4 - Lista das empresas com maior peso de locações operacionais.....	48
Anexo 5 – Estatística descritiva da subamostra com maior peso em locações operacionais...	49
Anexo 6 - Matrizes de correlação de Pearson e Spearman da subamostra com maior peso de locações operacionais	50

Lista de Siglas

AF – Autonomia Financeira

AICPA - *American Institute of Certified Public Accountants*

ARB – *Accounting Research Bulletin*

ARS - *Accounting Research Study*

ASR - *Accounting Series Release*

ASU – *Accounting Standards Update*

CDS – *Credit Default Swap*

EBIT – *Earnings before interest and taxes*

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

ED – *Exposure draft*

EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

IAS – *International Accounting Standard*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IASC - *International Accounting Standards Committee*

IFRS – *International Financial*

OLS – *Ordinary Least Squares*

R&C – Relatório e Contas

REF – Regra do equilíbrio financeiro mínimo

ROA – *Return-on-assets*

ROE – *Return-on-equity*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SIC – *Standard Industrial Classification*

WACC - *Weighted average cost of capital*

Capítulo 1 | Introdução

“Sir David Tweedie, former chairman of the IASB, once famously said that it was his ambition before he died to travel in an aircraft that was recognized on the balance sheet of the airline concerned.” (ICAS, 2017)

O presente estudo investiga o potencial impacto *ex ante* da IFRS 16 na avaliação das empresas, medido pelo impacto na cotação das ações. Por outro lado, esta dissertação visa ainda contribuir para o debate que ao longo dos anos tem ocorrido no que concerne ao impacto económico das normas contabilísticas em relação à análise do desempenho e avaliação das empresas, nomeadamente pelo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), e complementar estudos *ex ante* motivados pela alteração na norma contabilística das locações (Cunha, 2015; Fitó *et al.*, 2013; Morales *et al.*, 2018).

Ao longo dos anos as formas de financiamento das empresas têm sofrido alterações, tendo o recurso a locações vindo a aumentar de forma significativa. As entidades normalizadoras têm acompanhado esta tendência e de forma a responder às preocupações dos vários utilizadores da informação financeira, nomeadamente da falta de transparência da informação sobre compromissos futuros das locações, o *International Accounting Standards Board* (IASB) e o *US Financial Accounting Standards Board* (FASB) iniciaram um projeto conjunto de melhoria na contabilização e divulgação das locações para que as demonstrações financeiras reflitam adequadamente a posição económica e financeira das empresas. Assim, em 2016 o IASB emitiu a IFRS 16 (*International Financial Reporting Standard*), que entra em vigor a partir de 1 de janeiro de 2019 em substituição da IAS17 (*International Accounting Standards*). Esta alteração refletir-se-á sobretudo nas rubricas do balanço, em especial no ativo não corrente e no passivo das empresas locatárias de um modo geral (IASB 2016).

A IFRS 16 estabelece os princípios a utilizar no reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação de locações. A este propósito, será de realçar que um dos aspetos fundamentais da aplicação desta norma é a classificação dos contratos que tenham subjacente o uso de um ativo, por oposição a outros tipos de contrato, nomeadamente contratos de prestação de serviços. A norma aplica-se aos contratos que transmitem o direito de controlar o uso de um ativo identificado, ao longo de um determinado período de utilização, independentemente da existência ou não, nomeadamente, de uma opção de compra no final do contrato (IASB, 2016).

Assim, tendo em conta a relevância e a transversalidade de potenciais impactos decorrentes do processo da adoção da IFRS 16, a avaliação antecipada dos mesmos constitui um importante contributo para o Conhecimento na área.

1.1 Atualidade do tema

O financiamento é crucial para o investimento das empresas e expansão dos seus negócios, assim como para a sua atividade operacional, em particular em anos de crise. De entre as várias formas de financiamento, o recurso a locações operacionais tem permitido às empresas financiarem-se sem as respetivas responsabilidades futuras serem refletidas nos seus balanços, mas sim apenas em divulgações. O crescente peso das locações operacionais tem sido associado a uma forma de financiamento “*off-balance sheet*”, que tem preocupado os organismos reguladores no âmbito da sua supervisão e crescente procura de informação clara e transparente. De acordo com o IASB (2016), numa análise dos efeitos que acompanha a emissão da nova norma das locações, da população de empresas que utilizam IFRS ou US GAAP, estima-se que existam 3,3 triliões de dólares em contratos de locação, no entanto mais de 85% desses contratos não aparecem, atualmente, refletidos nos balanços. Neste sentido e num projeto conjunto entre o IASB e o FASB foram emitidas, no início de 2016, a IFRS 16 – *Leases* e a ASU No. 2016-02 (Topic 842), respetivamente, alterando e em certa medida harmonizando as políticas contabilísticas referentes a locações (financeiras e operacionais), de aplicação obrigatória a partir de 2019 em substituição da IAS 17, no caso do IASB. Uma das principais vantagens deste novo normativo é evidenciar o montante dos ativos controlados por uma entidade, os quais, no caso de direitos de uso de um ativo em locação operacional, estão, até à data, apenas refletidos nas notas.

Esta é, pois, uma problemática atual para todas as empresas com locações operacionais, sendo expectável que o seu reconhecimento no balanço altere significativamente rubricas como o ativo não corrente, passivo, EBITDA¹ (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*), entre outros, com a conseqüente influência em termos de rácios financeiros. Decorrente destas alterações e em virtude do novo normativo, espera-se que o valor das empresas, expresso nas suas cotações em bolsa, também, seja influenciado.

¹ De referir que não existe uma harmonização do conceito de EBITDA utilizado pelas empresas, ou seja, o método de cálculo deste indicador pode variar entre empresas, o que prejudica a sua comparabilidade.

Para futuro, todas as locações darão lugar ao reconhecimento de uma obrigação pelo pagamento das rendas futuras e a um ativo relativo aos direitos de uso inerentes ao contrato de locação, levando assim à consistência de tratamento de todos os contratos de locação, independentemente de serem locação financeira ou locação operacional. Este tratamento contabilístico proporciona um relato financeiro mais credível e mais transparente (Grossmann e Grossmann, 2010), assim como informação útil aos utilizadores das demonstrações financeiras acerca do montante, prazo e incerteza dos fluxos de caixa decorrentes de um contrato de locação. O estudo proposto enquadra-se, assim, numa investigação *ex ante* sobre o impacto da alteração de uma norma específica (Cunha, 2015; Fitó *et al.*, 2013; Morales *et al.*, 2018).

1.2 Objetivos e motivações

A implementação da IFRS 16 terá maior impacto nas empresas locatárias que possuem contratos de locação, dado que, de um modo genérico, terão de refletir nas rubricas do balanço todos os ativos com direito de uso e que até agora apenas estavam relevadas em resultados (IASB 2016). No entanto, estará o mercado preparado para estas alterações, ajustando-as na cotação das empresas? A resposta a esta pergunta é o objetivo principal da presente investigação.

O tema da contabilização das locações tem sido amplamente debatido, sendo um assunto algo controverso desde que foi emitida a primeira norma, nos E.U.A., em 1949 (Morais, 2011). Nos últimos anos a investigação académica tem estudado os impactos *ex ante* da inclusão das locações operacionais no balanço, nomeadamente ao nível dos rácios económico-financeiros das empresas (eg. Beattie, 2000; Costa, 2010; Cunha, 2015; Fitó *et al.*, 2013; Ge, 2006). Alguns estudos concluíram por um impacto significativo nos rácios financeiros, no nível do endividamento total, no retorno do ativo e no retorno do capital (Fitó *et al.*, 2013), assim como na posição financeira das empresas através do seu nível de financiamento (Barone *et al.*, 2014). No entanto, a evidência empírica apresentada na literatura não conclui inequivocamente que a atual contabilização aumenta as oportunidades das empresas se financiarem “*off-balance sheet*”, ou seja, pelo facto de atualmente não se refletir as locações operacionais no balanço não é possível concluir que daí resulte um benefício em termos de financiamento das empresas. Alguns autores concluíram que a alteração quantitativa nos rácios financeiros e nos múltiplos de mercado não teria implicações nas avaliações das empresas, sugerindo apenas que a informação nas notas já seria incorporada nos seus processos de

decisão e para efeitos de determinação do valor da empresa (Altamuro *et al*, 2014; Cotten *et al*, 2013; Fulbier *et al*, 2008; Lim *et al*, 2003; Sakai, 2010; Sengupta *et al*, 2011).

Ainda que a IFRS 16 venha a ter um impacto substancial nos rácios e nas componentes do Ativo e do Passivo (Grossmann e Grossmann, 2010; Barone *et al*, 2014), questiona-se se estes financiamentos não seriam já devidamente percebidos e incorporados pelos investidores na avaliação das empresas. O estudo agora proposto pretende, assim, analisar *ex ante*, empiricamente, o impacto da nova “imagem” da empresa perante os utilizadores e investidores, ou seja, o impacto da alteração da norma no valor da empresa, através do impacto nas respetivas cotações. Para tal, utilizar-se-á uma amostra de empresas cotadas nacionais e espanholas não financeiras², para o período de 2014 a 2016, onde será analisado, através de um modelo econométrico, o efeito da emissão da nova norma no preço das ações das empresas na ótica de locatário.

O estudo contribui para a literatura sobre a temática das locações operacionais, e, em particular, para a recolha de evidência empírica para investigar, *ex ante*, as potenciais consequências do novo normativo em termos de impacto no valor das empresas. Até agora, apenas foi objeto de estudo a incorporação da informação sobre as locações operacionais nos *ratings* de dívida, os quais, tendo por base o estudo de Lim *et al* (2003), não deverão ser afetados pelas novas regras de contabilização das locações. Assim, com a presente dissertação pretende-se analisar o potencial impacto do ponto de vista dos investidores, no que concerne à avaliação das empresas refletida na cotação das mesmas.

1.3 Estruturação do estudo

A presente investigação encontra-se dividida em sete capítulos.

No capítulo 2 será apresentada uma breve revisão de literatura sobre a problemática da relevação das locações operacionais;

O capítulo 3 abordará o impacto *ex ante* da adoção da IFRS 16 nos indicadores de performance das empresas e nas restrições contratuais impostas nos contratos de financiamento (normalmente designadas por *covenants* financeiras), com referência aos estudos constantes

² Foram excluídas do presente estudo as empresas financeiras cotadas em bolsa, dado terem uma regulamentação diferente.

na literatura. Por outro lado, também, se fará referência às divulgações constantes nos Relatórios e Contas (R&C) das empresas sobre este tema;

No capítulo 4 desenvolve-se a metodologia da investigação e estrutura-se a hipótese de investigação;

No capítulo 5 explicam-se os critérios utilizados na seleção da amostra, assim como as respetivas características descritivas;

Por fim, no capítulo 6 são discutidos os resultados empíricos, apresentando-se no último capítulo as principais conclusões, contribuições e limitações do presente estudo.

Capítulo 2 | Revisão de Literatura

2.1 Breve resenha histórica

O recurso a contratos de locações surgiu nos Estados Unidos da América, em 1700, e desde então, o tipo de bem locado, a duração da locação e a intensidade do uso de locações têm sofrido alterações. Os primeiros contratos de locação tinham como finalidade a locação de cavalos. Cerca de 100 anos mais tarde, segundo Taylor (2011), os contratos de locação pretendiam, essencialmente, o financiamento de equipamentos de transporte, como automóveis e locomotivas. Em meados de 1900, o mesmo autor refere que a grande procura desta forma de financiamento visava essencialmente os contratos de locação de curto prazo, devido ao aumento da procura de bens associado à conjuntura económica provocada pela Segunda Guerra Mundial.

A emissão da primeira norma contabilística relativa às locações de longo prazo, a *Accounting Research Bulletin 38 (ARB 38) - Disclosure of Long-Term Leases in Financial Statements of Lessees*, ocorreu em 1949. Esta norma foi emitida pelo *Committee on Accounting Procedure of the American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*, sendo, poucos anos mais tarde, substituída pela ARB 43. Segundo o IASB (2007) esta segunda norma estipulava a divulgação dos valores anuais a pagar, dos períodos em que os montantes eram devidos e as obrigações assumidas ou garantias relacionadas com contratos de locação materiais e de longo prazo. As informações referidas eram obrigatórias para todo o período do contrato em causa e, no ano de início do contrato, era ainda obrigatória a divulgação de detalhes importantes sobre as operações de venda e locação.

O aumento da importância das locações levou, em 1962, à emissão do *Accounting Research Study (ARS) 4 - Reporting of Leases in Financial Statements* pelo AICPA. O principal objetivo da emissão da nova norma foi o aumento da informação relativa às locações e registo contabilístico das mesmas. Esta norma estabelece um novo método contabilístico das locações, ou seja, define contratos de locação mediante o direito de propriedade do ativo. Assim sendo, caso o locatário usufruísse do direito de propriedade do ativo, então o contrato de locação originava o registo de um ativo no balanço.

A crescente importância das locações origina uma constante preocupação com o modelo de contabilização e divulgação de informação adicional sobre as locações, atualizados ao longo dos anos, tendo culminado com a *Accounting Series Release (ASR) 132*, emitida em 1972

pela *Securities Exchange Commission* (SEC), a qual passou a requerer a capitalização dos ativos e passivos na ótica do locatário caso se verificasse que o locador servia de mero intermediário entre o locatário e o vendedor e que, conseqüentemente, não usufruía de nenhum benefício económico substancial.

Ao nível europeu, por sua vez, o *International Accounting Standards Committee* (IASB) emite em setembro de 1982 a IAS 17, em vigor desde janeiro de 1984 e que define a contabilização das locações de acordo com a sua classificação em locação financeira ou locação operacional, sendo a locação considerada financeira caso se verifique a transferência substancial dos riscos e vantagens mesmo que não esteja associada a transferência do título de propriedade do locador para o locatário. Face às várias posições adversas, nomeadamente no tocante ao tratamento diferenciado entre locação financeira e operacional na esfera do locatário, esta norma tem sido revista ao longo dos últimos anos, estando a última revisão datada de abril de 2009 na sequência do *Annual Improvement Project* do IASB.

Em 2016, como referido, foi emitida a IFRS 16, a qual substitui a IAS 17 a partir de 2019, sendo permitido a sua aplicação antecipada caso a empresa adote também a IFRS 15 - Rêdito de Contratos com Clientes³.

Esta nova norma altera substancialmente, na esfera dos locatários, a contabilização das locações consideradas operacionais no âmbito da IAS 17, eliminando esta categoria de locação e mantendo-se a forma de contabilização das locações financeiras. Para além da eliminação da distinção entre locação operacional e locação financeira, a principal alteração prende-se com a redução das locações *off-balance sheet* com carácter significativo. Na esfera dos locadores não se verificam alterações substanciais na forma de contabilização.

2.2 As locações operacionais na investigação

O tema das locações operacionais como forma de financiamento *off-balance sheet* sempre originou bastante discussão devido à dissonância de comportamentos dos agentes económico. Por um lado, verifica-se um uso recorrente das empresas a contratos de locação operacional como forma de financiamento; por outro, o objetivo principal de todos os utilizadores da informação financeira de que as demonstrações financeiras traduzam uma imagem

³ A IFRS 15, em vigor desde janeiro de 2018, aplica-se a contratos de entrega de produtos ou prestação de serviços. A norma define que a entidade deve reconhecer o rêdito pelo valor da contraprestação a que a entidade tem direito e a mensuração deve ser feita no momento em que a obrigação contratual é satisfeita.

fiel e verdadeira das empresas é posto em causa.

Com base no discutido em Barone *et al* (2014), a literatura académica tem analisado essencialmente três vertentes: o impacto nos rácios financeiros, o efeito da alteração da política de contabilização por parte do mercado, dos investidores e dos credores e, por fim, as conclusões dos inquéritos e comentários à proposta de alteração.

2.2.1 Impacto nos rácios financeiros

Vários foram os estudos efetuados para tentarem medir o potencial impacto da inclusão das locações operacionais no balanço das empresas, nomeadamente no impacto nos rácios financeiros. Estes rácios, para além de serem instrumentos de análise da performance das empresas, são utilizados como restrições associadas aos contratos de financiamento e por conseguinte a sua análise revê-se de particular importância.

Alguns desses estudos serão explanados no capítulo seguinte, onde se verifica que a investigação académica sobre o impacto nos rácios económico-financeiros tem concluído por um impacto substancial em todos estes rácios, em particular nos relacionados com os rácios de retorno do ativo e nível de financiamento (Barone *et al.*, 2014; Boastman e Dong, 2011; Cunha, 2015; Imhoff *et al.*, 1991). Este impacto corrobora uma das principais críticas à atual norma contabilística, IAS 17, pois os atuais rácios não teriam em conta a dívida “*off-balance sheet*” (Boastman e Dong, 2011), e conseqüentemente se traduziria num balanço que não reflete a real e verdadeira imagem da empresa. No entanto, como se discute no parágrafo seguinte, pelo menos do ponto de vista de análise de risco, essa informação relevante seria devidamente ajustada.

2.2.2 Efeito da alteração da política de contabilização na avaliação do risco financeiro

Numa perspetiva de risco e atribuição de rating e avaliação de financiamento, as instituições financeiras e as empresas de rating em geral incorporam as dívidas “*off-balance sheet*” para medir o risco e determinar o custo da dívida de uma entidade (Boastman e Dong, 2011; Cotten *et al.*, 2013).

A este respeito salienta-se a investigação de Andrade *et al.* (2011) que estudou o impacto das locações operacionais nos preços do mercado das *Credit Default Swap* (CDS). Da amostra de 376 empresas, no período de 2004 a 2006, concluiu-se que o valor dos *spreads* de crédito

era positivamente relacionado com o montante de locações operacionais refletidas nas demonstrações financeiras, ou seja, empresas com maiores valores em locações operacionais obtinham *spreads* de crédito, igualmente, superiores.

2.2.3 Conclusões dos inquéritos e comentários à proposta de alteração

Nesta secção procurou-se expor resumidamente alguns dos resultados dos inquéritos realizados a diferentes utilizadores e preparadores da informação financeira, assim como a análise que Comiran (2013) elaborou relativamente às posições de *lobbying* das empresas e outras entidades em relação à *Exposure Draft* (ED).

Do ponto de vista dos analistas de investimento e diretores financeiros a atual norma contabilística ainda em vigor apresenta falhas, particularmente quando transações semelhantes são contabilizadas de forma distinta (Beattie *et al*, 2006a.b), pelo que são defensores das recentes alterações.

No entanto, alguns preparadores argumentam com questões de custo benefício e operacionalidade que a alteração da norma origina. Neste âmbito foram analisadas as preferências de banqueiros privados Canadianos, concluindo que embora nos pedidos de empréstimo seja analisada a informação dos dois tipos de locações (financeira e operacional), a informação que tem maior impacto na decisão é a expressa no balanço (Durocher and Fortin, 2009). Numa outra perspectiva, Hussey e Ong (2011), de um inquérito a 63 contabilistas certificados Canadianos e 54 Malaicos, concluíram que apesar de a maioria dos entrevistados ser apoiante de um só método de contabilização das locações, o suporte para a eliminação da atual classificação das locações não tem muitos apoiantes.

Da análise às cartas de comentários da ED do *EASB* 840/842 verifica-se que apenas um pequeno número de entrevistados é apoiante da alteração à norma contabilística. Algumas das razões apontadas reside nos custos associados à mudança, nomeadamente no aumento dos *fees* de auditoria, da mudança de sistema e na renegociação de contratos (Comiran, 2013).

Capítulo 3 | Impacto *ex ante* da adoção da *IFRS 16*

Atualmente, segundo a IAS 17, as locações operacionais não estão refletidas no balanço das empresas locatárias e, por conseguinte, não influenciam importantes rácios financeiros utilizados na avaliação financeira e económica das empresas, em particular os utilizados nas restrições associadas aos contratos de financiamento. Com a entrada em vigor da *IFRS 16*, a partir de 1 de janeiro de 2019⁴, as empresas locatárias deverão reconhecer para todos os contratos de locação um passivo, o qual reflete os pagamentos futuros associados à locação e um ativo decorrente do “direito de uso”, com exceção das locações de curto prazo e de ativos de baixo valor. Conforme já referido no capítulo 2.2.1, esta alteração do modelo de reconhecimento das locações resultará em impactos relevantes nos indicadores de performance e nos rácios de financiamento através do agravamento da dívida líquida e do aumento do EBITDA, o que terá impacto na capacidade negocial das empresas junto das instituições financeiras. Outra importante consequência e que será alvo de estudo na presente dissertação é na avaliação do mercado, nomeadamente na cotação das ações das empresas.

Neste capítulo efetua-se uma breve referência aos principais rácios utilizados na análise da performance das empresas e na constituição de restrições contratuais nos contratos de financiamento, de modo a perceber a influência que a alteração da norma das locações terá nesses rácios.

3.1 – Rácios utilizados na avaliação de desempenho das empresas

O principal objetivo das demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas é que sirvam os propósitos individuais dos seus utilizadores, de forma a dar uma imagem real e verdadeira das empresas. Os utilizadores, por sua vez, utilizam rácios para medir / restringir o desempenho das mesmas. É, pois, importante perceber a importância destes rácios no que concerne aos indicadores de performance e *covenants* financeiras.

As *covenants* financeiras são restrições contratuais, utilizadas por um grupo específico de *stakeholders*, nomeadamente as instituições financeiras, que as utilizam como forma de minimização dos vários riscos a que estão sujeitas e como forma de controlo à atuação dos ges-

⁴ A aplicação pode ser antecipada caso a empresa adote também a *IFRS 15* - Rébito de Contratos com Clientes.

tores. Isto é conseguido, porque, normalmente, a violação de uma *covenant* origina a possibilidade do credor executar total ou parcialmente o contrato celebrado, ou a aplicação de penalizações contratuais ao nível dos custos financeiros e que poderão ser demasiado penalizadoras para as empresas, que se sentem ameaçadas pela perda de financiamento.

Estas restrições contratuais que se encontram nos contratos de financiamento celebrados pelas empresas, em geral, têm por base rácios obtidos com base no balanço e/ou demonstrações financeiras divulgadas. Demerjian (2011) identificou os principais rácios utilizados, estando resumidos na tabela 1, com a respetiva fórmula de cálculo.

<i>Rácio</i>	<i>Fórmula</i>
<i>Current ratio</i>	$\frac{\text{Ativo curto prazo}}{\text{Passivo curto prazo}}$
<i>Debt service coverage ratio</i>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Serviço da dívida}}$
<i>Debt-to-EBITDA</i>	$\frac{\text{Dívida Financeira}}{\text{EBITDA}}$
<i>Interest coverage ratio</i>	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Juros de empréstimos obtidos}}$
<i>Leverage ratio</i>	$\frac{\text{Dívida Financeira}}{\text{Ativo total líquido}}$

Tabela 1 – Principais rácios usados nas *covenants* financeiras (Fonte: Elaboração Própria)

Em contrapartida, os indicadores de performance são rácios entre rúbricas que se encontram nas demonstrações financeiras das empresas e que ajudam os utilizadores dessa informação a analisar e comparar a performance das empresas, ou seja, o seu desempenho. É possível agrupar estes rácios em classes de acordo com as grandezas que eles pretendem representar: financeiros, económicos, económico-financeiros, de atividade, de mercado, entre outros. Na tabela 2 estão resumidos alguns rácios que servem de apoio à análise da performance das empresas, adaptados do trabalho de Cunha (2015).

	<i>Rácios</i>	<i>Fórmula</i>
<i>FINANCEIROS</i>	Autonomia Financeira	$\frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Ativo}}$
	Estrutura de Capitais	$\frac{\text{Capitais Alheios}}{\text{Capitais Próprios}}$
	Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$
	Regra do equilíbrio financeiro mínimo	$\frac{\text{Ativo não corrente}}{\text{Capitais Permanentes}}$
	Solvabilidade	$\frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Passivo total}}$
<i>ECONÓMICOS</i>	Rendibilidade Líquida das Vendas	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$
	Rendibilidade Operacional das Vendas	$\frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Vendas}}$
<i>ECONÓMICO-FINANCEIROS</i>	Rendibilidade do Ativo Total	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo}}$
	Rendibilidade do Capital Próprio	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$
<i>ATIVIDADE</i>	Margem de Lucro Operacional	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}}$
	Prazo médio de recebimento	$\frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas}} \times 365 \text{ (dias)}$
	Prazo médio de pagamento	$\frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras + FSE}} \times 365 \text{ (dias)}$
	Rotação do Ativo Total	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}$
<i>MERCADO</i>	<i>Book Value per share</i>	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Número de ações}}$
	<i>Payout Ratio</i>	$\frac{\text{Dividendo por ação}}{\text{Resultado Líquido por ação}}$
	<i>Price Earning Ratio</i>	$\frac{\text{Preço por ação}}{\text{Resultado Líquido por ação}}$

Tabela 2 – Rácios de análise da performance das empresas (Fonte: Adaptado de Cunha (2015))

3.2 – Impacto da adoção da *IFRS 16* nos rácios de análise da performance

O impacto da capitalização das locações tem sido um tema bastante estudado, nomeadamente ao nível dos impactos nos rácios de análise das demonstrações financeiras. Imhoff *et al* (1997) no artigo “*Operating leases: Income effects of Constructive Capitalization*” afirmam que estes rácios são a base das projeções da performance das empresas, assim como, do seu desempenho passado.

Estudos como os de Cunha (2015), Fitó *et al* (2013), Fülbier *et al* (2008), Grossman *et al* (2010), Imhoff *et al* (1991) e Morales-Díaz *et al* (2018) permitiram perceber como o endividamento, rentabilidade e outros rácios de análise da performance das empresas podem ser afetados pela alteração da contabilização das locações, especialmente no que respeita ao efeito destas alterações para os vários *stakeholders* que utilizam a informação financeira divulgada pelas empresas.

Imhoff *et al* (1991), num dos estudos mais antigos sobre o tema, concluíram, de uma amostra final de 107 empresas cotadas na Bolsa de Mercados Australiana em 2010, que o valor das locações operacionais representava cerca de 3,63% dos ativos e, aproximadamente, 4,48% do valor total da dívida. Para quantificação dos valores divulgados relativos a locações operacionais e subsequente capitalização foi utilizado o método construtivo, amplamente utilizado nas investigações académicas sobre o tema e, mais recentemente, pelo IASB na IFRS 16 e que consiste no reconhecimento no balanço do valor presente das rendas a pagar durante o período de locação. Outro importante contributo visa o impacto das alterações normativas no balanço das empresas, concluindo que afetaria significativamente o total de ativos registados no balanço, fazendo aumentar o seu valor. De forma análoga, a capitalização das locações faz aumentar o valor total da dívida, causando conseqüentemente uma diminuição do capital próprio. No que respeita aos rácios económicos, financeiros e económico-financeiros, os resultados a que os autores chegam evidenciam que as alterações não terão impacto significativo no rácio de rentabilidade do capital próprio (em inglês *return-on-equity* - ROE). Em oposição, o estudo permitiu concluir que os rácios de estrutura de capitais, autonomia financeira e rentabilidade do ativo total (em inglês designado por *return-on-assets* - ROA) nas empresas australianas sofrerão uma alteração significativa devido à capitalização das locações operacionais.

Fitó *et al* (2013) analisaram o impacto das alterações, tendo em conta as regras contabilísticas do ED 2010, nos rácios de desempenho das empresas cotadas espanholas, à exceção de

empresas do setor financeiro. O período contabilístico usado para estimação dos impactos foi o período de 2008 a 2010. Os autores conseguiram dados suficientes de apenas 52 empresas de um total de 112 empresas cotadas, dado que as restantes não publicaram dados sobre o valor dos pagamentos mínimos. Para a análise foi utilizado o Constructive Capitalization Model de Imhoff *et al* (1991) referido no parágrafo anterior. Os autores deste estudo chegaram à conclusão que a capitalização das locações operacionais terá impacto nos rácios económico e/ou financeiros, em particular, impacto significativo no rácio de rentabilidade dos capitais próprios e rentabilidade dos ativos. Quanto ao setor, concluíram que existem determinados setores que serão mais afetados, são eles o retalho, energia e tecnologias devido ao elevado valor de locações operacionais divulgadas nas notas anexas ao R&C.

O impacto esperado decorrente da capitalização das locações operacionais segundo as regras definidas na ED 2013 foi estudado por Cunha (2015). O estudo teve como amostra 37 empresas representadas no índice EURO STOXX 50. A análise dos impactos da alteração da norma internacional em rácios económico-financeiros e que estão na base de algumas restrições existentes nos contratos de financiamento foi realizada através da aplicação da ED 2013 aos anos 2012 e 2013 nas empresas em análise. Cunha concluiu que o rácio Autonomia Financeira e Rotação do Ativo sofrem um impacto negativo significativo com a alteração da norma internacional das locações. Contrariamente, o rácio Rentabilidade Operacional das Vendas apresenta um impacto positivo significativo devido ao aumento da variável EBITDA. As principais conclusões deste estudo prospetivo centram-se na diminuição da dívida não reconhecida na estrutura patrimonial, prevendo-se um efeito negativo no rácio de autonomia financeira das empresas, e por conseguinte, um aumento do risco de endividamento.

Mais recentemente, num estudo de abril de 2018, Morales-Díaz *et al* (2018) procuraram reproduzir análises anteriormente efetuadas aos principais rácios, utilizando uma nova metodologia, nomeadamente de estimação do prazo das locações (em linha com o adotado na IFRS 16) e na obtenção da taxa de desconto. De uma amostra de 646 empresas europeias cotadas, os autores, à semelhança de investigações anteriores, encontraram importantes impactos sistemáticos nos principais rácios utilizados na análise das demonstrações financeiras (nomeadamente rácios financeiros). Concluíram, também, que a magnitude do efeito da alteração da norma contabilística relaciona-se com a intensidade do uso de locações operacionais do setor em que as empresas em estudo operam, sendo que os setores mais afetados foram os do retalho, hotelaria e transportes.

3.3 – Divulgações das empresas sobre a adoção da IFRS 16

Desde a emissão da IFRS 16, em 2016, que as empresas têm divulgado a necessidade de avaliar o efeito desta alteração de contabilização das locações operacionais. A título de exemplo, pode ler-se na nota 2.1, do Relatório e Contas (R&C) da Sonae SGPS, para o ano de 2016, que “O Grupo não procedeu à aplicação antecipada de qualquer destas normas nas demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2016 em virtude da sua aplicação não ser obrigatória, encontrando-se em processo de análise dos efeitos previstos das referidas normas que, com exceção do IFRS 9, IFRS 15 e IFRS 16 não se esperam vir a ter impactos significativos”. Ou, no caso da sociedade Meliá Hotels Internacional, S.A. que, na nota 2 do R&C de 2016, refere que criou um grupo de trabalho, em conjunto com auditores independentes, com o objetivo de quantificar o impacto da norma durante o exercício de 2017.

No entanto, a avaliação desse impacto ainda não foi possível conforme se demonstra pelas notas referentes à implementação da IFRS, inscritas nos R&C de 2017:

Nota 2 do R&C Consolidado, de 2017, do grupo Meliá Hotels Internacional, S.A. - “*At the date of preparation of these consolidated annual account, the work carried out allow to have an updated database of the contractual terms and conditions of all hotels under lease of the Group, in particular, historical data and estimate of fixed payments, as well as lease terms. The company continues to focus on completing the catalogue of lease agreements (non-hotel leases) in force on the date of transaction, as well as on determining the discount rate applicable to each agreement according to the different options of transition established by the Standard*”;

Nota 2 do R&C Consolidado de 2017 do Grupo Jerónimo Martins – “*A Gestão está a avaliar as implicações da adoção desta nova norma, sendo desde já esperado que a sua adoção tenha um impacto significativo nas Demonstrações Financeiras Consolidadas do Grupo, em resultado da incorporação dos activos que se encontram em locação operacional e das respectivas responsabilidades. A informação constante da nota 24, apesar de não responder aos critérios estipulados para a capitalização de locações operacionais, conforme estabelecido na nova IFRS 16, permite obter uma ordem de grandeza dos impactos resultantes da sua aplicação*”;

Nota 2 do R&C de 2017 da Sonae Investimentos SGPS – “*À data da publicação destas demonstrações financeiras consolidadas a Sonae Investimentos está a proceder à inventariação dos contratos de locação existentes, estando em curso a sua análise e enquadramento técnicos tendo em consideração as disposições da IFRS 16. Adicionalmente, encontra-se a rever os sistemas de informação existentes por forma a*

aferir em que medida será necessário proceder à sua adaptação face aos requisitos desta norma. Nesta fase, não é possível estimar a magnitude dos impactos inerentes à sua adoção”;

Nota 2 do R&C de 2017 da Sonae SGPS – “A 31 de dezembro de 2017, o Grupo tinha responsabilidades relativas a locações operacionais na ordem dos 1,2 mil milhões de euros, valor não descontado para o momento presente. O LAS 17 não exigia o reconhecimento do direito de uso como ativo nem dos pagamentos futuros como passivo, mas apenas algumas divulgações identificadas na nota 35. À data da publicação destas demonstrações financeiras consolidadas a Sonae está a proceder à inventariação dos contratos de locação existentes, estando em curso a sua análise e enquadramento técnicos tendo em consideração as disposições da IFRS 16. Adicionalmente, encontra-se a rever os sistemas de informação existentes por forma a aferir em que medida será necessário proceder à sua adaptação face aos requisitos desta norma. Nesta fase, não é possível estimar a magnitude dos impactos inerentes à sua adoção”.

Conforme verificado nas diversas notas divulgadas pelas empresas nos seus relatórios e contas, o impacto *ex ante* da adoção da norma ainda não foi concluído. Um dos principais motivos para tal atraso prende-se com a dificuldade em determinar os termos dos contratos para alguns tipos de contrato, quer devido à falta de prazo definido (são exemplos os alugueres dos terrenos para a instalação dos aerogeradores dos parques eólicos, antenas, entre outros), quer pela opção de renovação que deverá ser avaliada quanto à sua realização. Por outro lado, a contabilização de todos os contratos de locação operacional, assim como os respetivos pagamentos futuros, para algumas empresas poderá ser um trabalho muito moroso devido ao seu elevado número.

Capítulo 4 | Metodologia da Investigação e Desenvolvimento da Hipótese

“IFRS 16 is expected to facilitate better capital allocation by enabling better credit and investment decision-making by both investors and companies.” (IASB, 2016)

4.1 - Introdução

Com a introdução da *IFRS 16*, a anterior classificação das locações como financeiras ou operacionais é eliminada, do ponto de vista dos locatários, introduzindo um modelo único de contabilização. Esta alteração, conforme já discutido no capítulo 2, permite aos investidores uma imagem plena da posição financeira de uma entidade, bem como uma apropriada comparação entre as distintas entidades (*IASB, 2016*), na medida em que as demonstrações financeiras (balanço e anexo) passarão a apresentar a informação de todos os contratos de locação realizados pelos locatários.

Como discutido nos capítulos anteriores, esta alteração terá um impacto nas várias demonstrações financeiras, em virtude do aumento do ativo não corrente e passivo, esperando-se um efeito mais significativos nas empresas com um valor materialmente relevante de locações operacionais.

Neste capítulo discute-se a metodologia a usar e a hipótese a testar no sentido de investigar as consequências prospetivas da adoção da *IFRS 16* em termos do valor de mercado das empresas, expresso nas suas cotações. Na secção 4.2 desenvolve-se e apresenta-se a hipótese de investigação que será testada empiricamente; por fim, na secção 4.3 propõe-se a metodologia de análise a utilizar para testar tal hipótese, explicitando-se as variáveis do modelo em estudo.

4.2 – Desenvolvimento da Hipótese de Investigação

Segundo a literatura discutida anteriormente, que tem subjacente a eficiência dos mercados de capitais, não são esperadas alterações em termos de medida de risco dos locatários por ser devidamente incorporada toda a informação divulgada nas notas. Da mesma forma, a alteração do ativo e do passivo decorrente do reconhecimento dos direitos de uso e respetivo financiamento não deverá ter impacto nas cotações por ser já atualmente percecionada pelos investidores na sua avaliação das empresas. Neste contexto, formula-se a hipótese de

investigação:

H₁ – A alteração do registo contabilístico das locações operacionais não terá impacto na avaliação da empresa pelo mercado, tendo em conta que os respetivos impactos já eram captados através das divulgações constantes das notas do anexo.

4.3 – Modelo de Análise

À semelhança do efetuado em estudos da natureza do presente, para testar a hipótese de investigação apresentada, utilizar-se-á um modelo baseado em informação financeira agregada, à semelhança da investigação efetuada por Kothavala (2003), com o objetivo de quantificar o impacto da nova norma na cotação das ações.

O modelo estabelece uma relação linear entre a cotação da ação e variáveis representativas de informação financeira (Ohlson, 1995; Ohlson, 1999; Barth *et al.*, 2001). Partindo de Ohlson (1995), o modelo adotado no presente estudo considera as seguintes adaptações: a variável *book value* do modelo original é desagregada nas componentes Ativo (A) e Passivo (P), de modo a poderem refletir o impacto da IFRS 16 na informação das demonstrações financeiras; a variável *abnormal earnings* é substituída pelo Resultado Líquido (RL), por se considerar que esta última apresenta menor “ruído” estatístico ao refletir tal impacto; por último, considera a variável Locação (LOC), que pode ser considerada como uma *proxy* da variável *other information* do modelo original, destinada a refletir o efeito do volume de locações operacionais na cotação das ações.

Modelo:

$$(1) P_i = a_0 + a_1 A_i - a_2 P_i + a_3 RL_i + \alpha_4 LOC_i + \sum_{j=1}^7 \alpha_j IND_j + \sum_{t=2016}^{2014} \alpha_j ANO_j + \varepsilon$$

Trata-se de um modelo de regressão linear múltipla, que relaciona a cotação com os dados contabilísticos presentes no balanço e demonstração de resultados, em cenários contemplando o impacto, ou a respetiva ausência, das locações operacionais.

Para tal, o modelo será regredido considerando as variáveis contabilísticas ativo (A), passivo (P) e resultado líquido (RL) mensuradas de acordo com a IAS 17⁵ e a variável locações operacionais (LOC), cujos valores serão construídos a partir das notas divulgadas relativamente às rendas de locação operacional, descontadas à taxa de juro incremental, ou seja, à taxa de juro de mercado para o empréstimo de valor equiparável ao respetivo direito de uso. Dada a dificuldade em obter informação tanto da taxa de juro implícita na locação, como da taxa incremental de financiamento do locatário, prevista no parágrafo 26 da IFRS 16, utilizou-se como *proxy* a taxa de desconto antes de impostos dos testes de imparidade do *goodwill*, *WACC* – *Weighted average cost of capital*, divulgadas nos R&C das empresas. Conforme referido no *Accounting Manual IFRS* da *PWC* (2018), existem várias opções para o cálculo da taxa de juro incremental, tais como a *WACC*, *Yields* do imobiliário, taxa de juro de empréstimos da entidade, taxa de juro dos empréstimos do grupo, entre outras. A opção pela *WACC* deve-se essencialmente ao facto de não ser uma taxa específica de alguns setores e de refletir, simultaneamente, o custo da dívida e o custo do capital, uma vez que se trata de uma média ponderada das diferentes fontes de financiamento que as empresas utilizam, ponderados pelo peso de cada uma delas na sua estrutura de financiamento.

Definição das variáveis

P_{it} - é a cotação da ação da entidade i , no ano t , no final do período de relato. A escolha da utilização do valor de mercado à data do relato, e não à data da divulgação das contas, deveu-se ao facto de se considerar que as cotações vão, ao longo do período, incorporando a informação da publicação de contas interinas e de outra informação regularmente tornada pública pelas empresas cotadas. Esta consideração será analisada num teste de robustez da igualdade dos modelos, caso o preço da ação fosse considerado à data da divulgação das contas anuais;

A_i – Ativo total da entidade i , no ano t ; espera-se que quanto mais elevado o valor do ativo de uma empresa, maior seja o seu valor de mercado, ou seja, que o coeficiente associado à variável A_i seja positivo;

⁵ de acordo com o atual normativo, parágrafo 28, os locatários devem divulgar “o total dos futuros pagamentos mínimos da locação à data do balanço, e o seu valor presente, para cada um dos seguintes períodos: (i) não mais de um ano; (ii) mais de um ano e não mais de cinco anos; (iii) mais de cinco anos”;

P_i – Passivo total da entidade i , no ano t ; espera-se que quanto mais elevado o valor do passivo de uma empresa, menor seja o seu valor de mercado, ou seja, que o coeficiente associado à variável P_i seja negativo;

RL_i – Resultado Líquido da entidade i , no ano t ; em euros. Espera-se que quanto mais elevado o resultado da empresa i , maior seja o seu valor de mercado, ou seja, que o coeficiente associado à variável RL_i seja positivo;

LOC_i – Valor das locações operacionais da entidade i , no ano t ; em euros. Dado as locações operacionais terem um carácter de dívida, espera-se que o comportamento desta variável seja semelhante ao do passivo, ou seja, que o coeficiente associado à variável LOC_i seja negativo;

$\sum_{j=1}^7 \alpha_j IND_j$ - Conjunto de variáveis *dummy* de controlo que assumem o valor 1 se a observação pertence ao setor de atividade j , medido pelo código SIC e 0 caso contrário. O número de variáveis *dummy* criadas foram 7 (uma por cada setor de atividade menos uma), sendo elas IND_EXT (Extração, SIC 10-14), IND_CON (Construção, SIC 15-17), IND_UTI (Utilidades, SIC 40-49), IND_GRO (Comércio Grossista, SIC 50-51), IND_RET (Retailho, SIC 52-59), IND_IMO (Imobiliário, SIC 60-67), IND_SER (Serviços, SIC 70-89). O setor base corresponde ao Industrial (SIC 20-39). Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para os respetivos coeficientes.

$\sum_{t=2016}^{2014} \alpha_j ANO_j$ – Variável controlo do ano, de forma a estimar com efeitos fixos, que assume o valor 1 se a observação pertence ao ano t , o valor 0 caso contrário, tendo no total sido criada 1 variável *dummy* para o ano de 2016, ano da emissão da IFRS 16. Não se espera que haja alteração nesse ano, dado esperar-se que a cotação esteja a ser absorvida pelos locatários;

ϵ - a parte do preço que não é explicado pelo modelo (resíduo);

Se o poder explicativo dos coeficientes das variáveis que compõem o modelo for significativo, confirmar-se-á a hipótese formulada. Para a regressão do modelo será utilizado o programa Eviews8.

Capítulo 5 – Seleção da Amostra e Estatísticas Descritivas

Embora a IFRS 16 apenas seja aplicável a partir de 1 de janeiro de 2019 ou a partir de 1 de janeiro deste ano, desde que a empresa adotasse também a IFRS 15 - Rédito de Contratos com Clientes, espera-se que o impacto do novo normativo nas cotações tenha ocorrido logo a seguir à última consulta pública, em 2013, do ED revisto.

Neste capítulo apresenta-se a amostra e as respetivas estatísticas descritivas, de forma a alcançar o objetivo principal da corrente dissertação de perceber o impacto na cotação das ações das empresas, decorrente da alteração na norma internacional das locações. Assim, na secção 5.1 descreve-se o procedimento utilizado na seleção da amostra e na secção 5.2 apresenta-se a fonte da informação e o procedimento de recolha dos dados. Na secção 5.3 discutem-se as estatísticas descritivas da amostra.

5.1 Seleção da Amostra

A seleção da amostra para o presente estudo quantitativo teve por base entidades cotadas não financeiras, as quais publicam informação financeira em conformidade com as *IAS/IFRS* e, em particular, aquelas em que os contratos de locação operacional tenham maior peso e, que, como tal, deverão sofrer um maior impacto das alterações contabilísticas tanto no ativo, como no passivo e nos respetivos rácios económico-financeiros.

Dado o número reduzido de entidades cotadas em Portugal, acrescido do facto de a literatura referir um maior recurso a locação operacional em determinados setores de atividade, tais como retalho, construção, engenharia e transportes (em particular, aviação) (Barone *et al*, 2014; Imhoff, 1991; Morales, 2018), estendeu-se a recolha da amostra a entidades cotadas em Espanha e constantes do IBEX 35, dado ser o principal índice de referência da bolsa espanhola. Esta escolha recolhe apoio de Ronen e Shenkar (1985), os quais agrupam os países por *clusters* em que estimam não haver diferenças significativas em termos culturais, agrupando no *latin cluster*, Portugal, Espanha, Itália e França. Por questões de limitação de tempo na recolha, excluíram-se a Itália e a França.

Os dados recolhidos adotam o formato de painel, de modo a possibilitar o estudo das variáveis em diferentes momentos do tempo, tal como nos estudos de Cunha (2015), Fitó *et al* (2013), Imhoff *et al* (1991) e Morales-Díaz *et al* (2018). O período em análise foi de 2014 a 2016, permitindo, deste modo, captar eventuais impactos relacionadas com a publicação da

nova norma (IFRS 16) em 2016 face aos anos anteriores.

De um total de 49 empresas analisadas da EURONEXT Lisbon e das 35 que compõe o IBEX 35, foram tratados manualmente 216 relatórios e contas (R&C) consolidados de todas as empresas cotadas na EURONEXT e IBEX 35, no período de 2014 a 2016, sendo inicialmente desconsideradas da amostra as empresas do setor financeiro (6 cotadas na Euronext Lisbon e 6 cotadas no IBEX 35), por normalmente serem os detentores do direito de propriedade dos ativos locados, ou seja, os locadores.

Os dados relativos às locações operacionais foram recolhidos pesquisando palavras-chave como “locação”, “locações”, “lease” e “arrendamiento” nas notas do anexo dos R&C, sendo que sempre que não se obtinha resultado, o mesmo era confirmado através de uma leitura mais pormenorizada dos mesmos.

Do conjunto das empresas analisadas, foram identificadas 15 empresas (21%) que não apresentavam locações operacionais do ponto de vista de locatárias, do que resulta uma amostra final de 57 empresas, conforme lista detalhada no Anexo 1.

5.2 Recolha de Dados

Os dados financeiros para o presente estudo foram recolhidos dos R&C das empresas selecionadas no Anexo 1, sendo estes retirados diretamente do sítio das empresas em análise e confrontada com a informação constante na base de dados AMADEUS e SABI, de forma a compilar toda a informação necessária. A informação relativa ao preço das ações a 31 de dezembro e a 31 de março foi retirada dos sítios das bolsas dos países em análise, EURONEX (www.euronext.com) no caso de Portugal e Bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es) e, na falta de informação histórica de determinada empresa nos sítios anteriores foram utilizados os seguintes sítios www.investing.com e www.bolsapt.com.

Para esta investigação e de forma a mitigar problemas de heteroscedasticidade, limitando eventuais efeitos de economias de escala (e.g. Easton, 1998), utilizou-se um dos métodos utilizados por Brown *et al.* (2000) e Easton e Sommers (2003) para mitigar estes efeitos entre empresas e entre períodos temporais e viabilizar a inferência estatística e que consiste em dividir o modelo original pela variável que se espere origine diferentes variâncias. Assim, os modelos apresentados foram regredidos usando como deflator das variáveis independentes o valor do ativo da empresa em determinado ano e no caso da variável independente ativo,

o seu logaritmo. Porém, de modo a criar flexibilidade na análise e possibilitar testes de robustez que afirmam se os resultados são, ou não, devidos ao tipo de deflator usado, foram reunidos os dados deflacionados pelo ativo e, separadamente, outro deflator, designadamente o número de ações, sendo outra das *proxies* utilizada para a dimensão das empresas (Lo, 2004; Barth e Clinch, 2009).

Conforme referido na secção 3.3, até ao momento, as empresas não divulgaram os efeitos da adoção da IFRS 16 nos seus balanços, pelo que não foi possível utilizar essa informação para o presente estudo. Assim, os dados das locações operacionais foram calculados de acordo com a informação recolhida nas notas às demonstrações financeiras, onde as empresas divulgam o total dos futuros pagamentos mínimos da locação. Por pagamentos mínimos, a IAS 17 no parágrafo 4 considera “os pagamentos durante o prazo, da locação que o locatário vai fazer, ou que lhe possam ser exigidos, excluindo a renda contingente, custos relativos a serviços e impostos a serem pagos pelo, e reembolsados ao locador, juntamente com (...) quaisquer quantias garantidas pelo locatário ou por uma parte relacionada com o locatário”.

Considerou-se que sempre que a divulgação se referia a “responsabilidades futuras” ou “rendas vincendas” respeitava ao valor não descontado, calculando-se os pagamentos mínimos da seguinte forma:

$$VAL = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+t)^i}$$

Em que, CF_i é o valor do cash-flow no ano i , ou seja, o valor da renda não descontada e t a taxa de desconto sendo esta definida nos moldes discutidos na secção 4.3.

Sempre que não era possível recolher a informação anual das locações operacionais, ou seja, sempre que nas notas dos R&C estava definido o valor das locações não descontado para um intervalo de tempo, considerou-se como “*proxy*” para o ano a média desse intervalo.

Para o estudo optou-se por não incluir no passivo corrente proforma o valor da locação operacional a liquidar no ano, dado não ter sido possível obter o valor para todas as empresas (dos 72 R&C analisados, apenas foi possível retirar esta informação de 37). Contudo, não se espera que esses valores sejam materialmente relevantes e que distorçam os resultados obtidos no presente estudo.

5.3 Estatísticas Descritivas

Características Globais da Amostra

A tabela 3 abaixo apresenta a distribuição da amostra por setor de atividade para os três anos da análise.

Setor de atividade	EURONEXT		IBEX 35		TOTAL	
Comunicações	6	18%	2	8%	8	14%
Construção	3	9%	3	13%	6	11%
Utilidades	2	6%	5	21%	7	12%
Seguros	0	0%	1	4%	1	2%
Indústria	8	24%	2	8%	10	18%
Extração	0	0%	1	4%	1	2%
Imobiliário	2	6%	2	8%	4	7%
Retalho	2	6%	1	4%	3	5%
Serviços	6	18%	4	17%	10	18%
Transportes	1	3%	2	8%	3	5%
Comércio Grossista	3	9%	1	4%	4	7%
Total	33	100%	24	100%	57	100%

Notas:

Os setores de atividade correspondem aos códigos *SIC (Standard Industrial Classification)* seguintes: Extração: *SIC* 10-14; Construção: *SIC* 15-17; Indústria: *SIC* 20-39; Transportes/ Comunicações/ Utilidades: *SIC* 40-49; Comércio Grossista: *SIC* 50-51; Retalho: *SIC* 52-59; Seguros/ Imobiliário: *SIC* 60-67; Serviços: *SIC* 70-89.

Tabela 3 - Distribuição da amostra por setor de atividade

A amostra recolhida é essencialmente composta por empresas dos seguintes setores de atividade: indústria e serviços (18% cada), comunicação (14%), utilidades (12%) e construção (11%).

Em termos do peso de cada índice na amostra, verifica-se um certo equilíbrio (33 empresas do índice EURONEXT e 24 do índice IBEX 35).

Relativamente à análise estatística de cada uma das variáveis do modelo em estudo (variável dependente *P* e variáveis independentes), na tabela 4 são apresentadas algumas estatísticas descritivas: a média, mediana, desvio-padrão, valor máximo e valor mínimo das mesmas, para o ano de 2016, uma vez que o comportamento das variáveis nos anos anteriores é semelhante, conforme anexo 3. De notar que as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo do seu logaritmo.

Ano 2016

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	11,56	4,41	129,65	0,02	20,82	57
P_Mar	12,60	5,11	148,30	0,02	23,10	57
A	9,34	9,40	11,09	7,26	0,94	57
P	0,68	0,68	1,95	0,06	0,29	57
RL	0,02	0,03	0,16	-0,31	0,08	57
LOC	0,09	0,02	1,41	0,00	0,21	57

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo;

Tabela 4 – Estatística Descritiva da Amostra para o ano 2016

Em média não se verifica uma alteração significativa do preço das ações de dezembro para março, o que parece indicar que o mercado vai incorporando as informações divulgadas pelas empresas ao longo do tempo, tal como sugerido por Fulbier *et al* (2008) e Sakai, (2010). No entanto, existe uma grande variação entre o preço máximo e o preço mínimo das cotações. Esta variação é essencialmente explicada pela cotação das empresas ASME, ACC e AIG cujas cotações são bastante superiores às das restantes empresas que constituem a amostra (cotações a 31 de dezembro de 129.65, 69.93 e 43.17, respetivamente). Para estas empresas será, no próximo capítulo, efetuado um teste de robustez para averiguar o efeito nos resultados, caso estas empresas fossem excluídas da análise.

Relativamente à mediana das variáveis independentes A, P e RL verifica-se que nos três anos da análise, estão em linha com o valor da média (anexo 3). No entanto, analisando a variável LOC, no período de 2014 a 2016, verifica-se que, em média, o peso das locações operacionais no ativo se mantém. Por outro lado, verifica-se ainda que na amostra estão incluídas empresas cujo valor de locações operacionais é pouco significativo, mostrando que a mediana da variável LOC é inferior à sua média. Esta assimetria positiva pode evidenciar a potencial existência de *outliers*, pela influência de um pequeno grupo de empresas de maior dimensão.

Outras características

Em termos de correlação, a estimação por *OLS* exige a ausência de multicolinearidade entre as variáveis, isto é, a não existência de correlação das variáveis explicativas. Uma elevada

correlação entre as variáveis explicativas dificulta a separação dos efeitos de cada uma delas e pode impossibilitar uma correta leitura das estimativas obtidas para os coeficientes de regressão (Oliveira *et al.*, 2011). Este autor expõe ainda que a análise dos coeficientes de correlação amostrais entre as variáveis explicativas permite uma primeira aproximação a problemas de multicolinearidade e um coeficiente de correlação linear amostral superior a 0,8 será indiciador de problemas dessa natureza.

A tabela 5 apresenta a matriz dos coeficientes de correlação amostral de Pearson e Spearman para o período em análise, 2014-2016. Não foram tabeladas as restantes matrizes de correlação por período, dado evidenciarem resultados semelhantes, conforme anexo 3.

2014-2016						
	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	0,92	1,00				
A	0,37	0,38	1,00			
P	0,08	0,06	0,27	1,00		
RL	0,28	0,26	0,30	0,51	1,00	
LOC	0,06	0,06	-0,18	-0,02	-0,08	1,00

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; Os coeficientes de correlação de Pearson e Spearman acima de 0,80 encontram-se assinalados a *bold*. O número de observações é 169, dado que em 2014 as empresas CELL e MEDI não se encontravam cotadas.

Tabela 5 – Matriz de correlação de Pearson e Spearman

Todas as variáveis estão moderadamente correlacionadas quer com a cotação de dezembro, quer com a de março, pelo que, numa análise prévia aos resultados, podemos afirmar que as mesmas são *value relevant*, não se colocando em causa problemas de multicolinearidade entre as variáveis. No entanto, os coeficientes das variáveis explicativas LOC e P sugerem uma baixa correlação com as variáveis dependente cotação (tanto a 31 de dezembro como a 31 de março). Por outro lado, apesar do coeficiente de correlação entre as variáveis P e RL não ser superior a 0,80, verifica-se que existe uma forte correlação linear entre estas variáveis, o que será tido em conta na análise aos resultados da regressão no capítulo 6.

As estatísticas descritivas reais dos três anos da análise que, conforme referido, encontram-se no anexo 3, apresentam uma estabilidade em termos médios e medianos, o que faz antever que a emissão da IFRS 16, no ano de 2016, não teve impacto significativo na cotação das ações.

Efeito nos rácios financeiros

Tal como referido no capítulo 3, a contabilização das locações de acordo com a IFRS 16 terá efeitos relevantes nos rácios de financiamento e de análise da performance das empresas. De forma a perceber esses impactos na amostra do presente estudo, foram analisados três dos rácios financeiros mais analisados nos estudos de Cunha (2015), Fitó *et al* (2013), Fülbier *et al* (2008), Grossman *et al* (2010) e Imhoff *et al* (1991). Esta não pretende ser uma análise exaustiva, pelo que na tabela 6 são apresentados os resultados médios obtidos dos rácios de autonomia financeira, da regra do equilíbrio financeiro e do rácio de solvabilidade, calculados de acordo com a IAS 17 e a IFRS 16.

Rácios	Período: 2014 - 2016		
	Expectativa	IAS 17 Média	IFRS 16 Média
AF	-	0,30	0,28
REF	-	1,07	1,07
RS	-	3,19	3,51
N		171	

Definição das variáveis e notas:
 N - número de observações; AF - Autonomia Financeira; REF - Regra Equilíbrio Financeiro ; RS - Rácio Solvabilidade; O número de observações totais é de 171.

Tabela 6 – Impacto em alguns rácios financeiros

Os resultados obtidos corroboram as expectativas iniciais de acordo com os vários estudos acima referidos. Assim, relativamente ao rácio de autonomia financeira verifica-se a redução deste rácio, passando de uma média de 0,30 para 0,28 nas 171 observações. Este resultado corrobora a evidência apresentada na literatura, nomeadamente nas expectativas formuladas pelo *IASB* (2016), no aumento do ativo reconhecido, uma vez que incorpora todas as locações. Assumiu-se que não há alterações nos capitais próprios.

Relativamente ao rácio de equilíbrio financeiro, que mede o nível de financiamento ou cobertura dos investimentos financeiros de médio e longo prazo, ou seja, dos seus ativos tangíveis e intangíveis (ativo não corrente), pelos capitais permanentes (capitais próprios e passivo de médio e longo prazo), esperava-se uma diminuição do mesmo no cenário de contabilização pela IFRS 16, dado que o montante a considerar no ativo das empresas seria inferior ao montante classificado como passivo financeiro não corrente, uma vez que as locações existentes no ativo serão amortizadas, à semelhança do que acontece atualmente nas locações financeiras. Como neste teste não foram calculados os valores proforma das depreciações dos ativos de direito de uso, não ocorreu variação do valor do referido rácio.

Por fim analisou-se o rácio de solvabilidade que visa aferir da capacidade da empresa em cumprir os compromissos de médio e longo prazos. O resultado demonstra uma diminuição do rácio, conforme a expectativa inicial, uma vez que há um aumento da dívida proveniente dos contratos de locação operacional que deixam de figurar como gastos na demonstração de resultados (substituídos por gastos com depreciações dos ativos de direito de uso) para incorporar o passivo (assume-se que não há alteração nos capitais próprios).

A evidência empírica obtida está de acordo com a literatura existente e analisada no capítulo 4 desta dissertação, nomeadamente no que concerne aos efeitos da entrada em vigor da IFRS 16 nos rácios financeiros, resultando num impacto negativo nos 3 indicadores analisados.

Capítulo 6 | Resultados Empíricos

6.1 Introdução

Neste capítulo analisam-se os resultados da evidência empírica recolhidas com a estimação do modelo proposto no capítulo 4. Assim, na próxima secção são discutidos os resultados do teste da H_1 formulada no capítulo 4. Posteriormente na secção 6.3 expõe-se os principais testes de robustez efetuados e, por fim, com base na evidência empírica recolhida, concluiu-se, na última secção, quanto ao impacto da IFRS 16 na avaliação das empresas.

6.2 Resultados do Teste da Hipótese

O objetivo do teste abaixo é o de verificar se a adoção da nova norma das locações (IFRS 16) tem impacto na cotação das empresas, ou seja, se pelo facto de as locações passarem a figurar na face do balanço, poderá alterar a avaliação das empresas. Para isso procedeu-se à estimação do modelo referido no capítulo 4. O modelo foi regredido por anos, tendo-se verificado um resultado idêntico à regressão do período de 2014 a 2016, pelo que apenas se tabelou esta última regressão, cujos resultados são apresentados na tabela 7.

Período: 2014 - 2016			
Variáveis			
Explicativas	Sinal Esperado	Coefficiente	<i>p-value</i>
A	+	6,92	0,0000
P	-	-9,77	0,0756
RL	+	68,21	0,0018
LOC	-	13,80	0,0440
R² ajustado			0,19
Estatística F		10,63	
N		169	

Definição das variáveis e notas:
N - número de observações; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; Regressão efetuada com o preço de mercado a 31 de dezembro. O número de observações é 169, dado que em 2014 as empresas CELL e MEDI não se encontravam cotadas.

Tabela 7 – Coeficientes da Regressão do Modelo

Os valores das variáveis explicativas A e P estão de acordo com as demonstrações financeiras divulgadas. Enquanto que a variável explicativa LOC apresenta os valores das locações operacionais descontadas.

Tal como esperado, o ativo e o resultado líquido evidenciam ser um *value relevant*, a um nível de significância de menos de 1%. Em contrapartida, a variável explicativa P (passivo) apresenta um nível de significância de 8%, ou seja, apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a um nível de significância de menos de 10%. Este resultado da variável poderá, em parte, ser explicado pela análise anterior aos coeficientes de correlação em que, apesar do coeficiente de correlação entre as variáveis P e RL não ser superior a 0,80, verificava-se a existência de uma forte correlação linear entre estas variáveis.

Tendo em consideração os indícios de correlação relativamente às variáveis P e RL, efetuou-se a regressão do modelo sem a variável explicativa P, verificando-se que a supressão da mesma não provoca alterações significativas nos coeficientes das restantes variáveis explicativas, no entanto o poder explicativo do modelo diminui para um R^2 de 17%.

Relativamente aos sinais das variáveis explicativas, o resultado da regressão corrobora com as expectativas iniciais, com exceção da variável explicativa LOC. Tendo as locações operacionais um carácter de dívida, seria expectável obter-se idêntico sinal, no entanto tal não acontece. Quanto ao coeficiente da variável LOC é estatisticamente significativo, a um nível de significância a menos de 5%.

Os resultados obtidos sugerem que os utilizadores da informação financeira estão a ajustar as suas avaliações a partir da informação sobre as locações constantes das notas do anexo, aceitando-se assim a hipótese formulada na secção 4.2.

Contudo, tal como referido na análise às estatísticas descritivas da amostra (secção 5.3), a mediana da variável LOC é inferior à sua média, sugerindo que na amostra estão incluídas empresas cujo valor de locações operacionais é pouco significativo. Assim, de forma a mitigar eventuais efeitos do peso das locações operacionais no passivo das empresas em estudo, decidiu-se constituir duas subamostras para avaliar o impacto na cotação das ações no caso de empresas que possuem uma percentagem relativa elevada de locações operacionais em relação aquelas em que o peso das locações operacionais é menos significativo. Para isso, dividiu-se equitativamente a amostra, dando origem a uma subamostra de locações operacionais cujo peso no passivo é superior a 4%, constituída por 84 observações e outra com peso inferior, constituída pelas restantes 87 observações.

Foi ainda testado se o ano da publicação da norma teria efeito na cotação das empresas.

Assim, inseriu-se uma variável *dummy* para averiguar se para o ano de 2016, quando a IFRS 16 foi publicada, o impacto das locações é diferente do dos restantes anos. Os resultados da tabela 8 evidenciam que os coeficientes não são significativos, pelo que o ano da publicação da norma não evidencia efeito incremental nas cotações das empresas.

Período: 2014 - 2016			
Variáveis Explicativas	REAL		
	Sinal Esperado	Coefficiente	<i>p-value</i>
A	+	7,16	0,00
P	-	-9,80	0,08
RL	+	67,65	0,00
LOC	-	10,19	0,21
D		2,72	0,33
D * LOC		0,00	0,37
R² ajustado		0,18	
Estatística F		7,28	
N		169	

Definição das variáveis e notas:
N - número de observações; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; D - variável *dummy* que assume o valor de 1, no ano de 2016, caso contrário 0; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; A regressão foi efetuado para o preço de mercado a 31 de dezembro; O número de observações totais é de 169.

Tabela 8 – Coeficientes da Regressão do Modelo com variável *dummy*

Na subsecção seguinte procedeu-se à análise descritiva das subamostras e, em seguida, testou-se a hipótese formulada no capítulo 4 para as duas subamostras.

6.2.1 – Estatística descritiva da subamostra com maior peso de locações operacionais

A tabela 9 apresenta a distribuição da amostra por setor de atividade. As empresas que constituem esta subamostra encontram-se detalhadas no anexo 4.

Setor de atividade	EURONEXT		IBEX 35		TOTAL	
Comunicações	4	29%	2	14%	6	21%
Construção	0	0%	1	7%	1	4%
Utilidades	2	14%	2	14%	4	14%
Seguros	0	0%	1	7%	1	4%
Indústria	2	14%	0	0%	2	7%
Extração	0	0%	1	7%	1	4%
Imobiliário	0	0%	1	7%	1	4%
Retalho	2	14%	1	7%	3	11%
Serviços	3	21%	3	21%	6	21%
Transportes	0	0%	1	7%	1	4%
Comércio Grossista	1	7%	1	7%	2	7%
Total	14	100%	14	100%	28	100%

Notas:

Os setores de atividade correspondem aos códigos *SIC (Standard Industrial Classification)* seguintes: Extração: *SIC* 10-14; Construção: *SIC* 15-17; Indústria: *SIC* 20-39; Transportes/ Comunicações/ Utilidades: *SIC* 40-49; Comércio Grossista: *SIC* 50-51; Retalho: *SIC* 52-59; Seguros/ Imobiliário: *SIC* 60-67; Serviços: *SIC* 70-89.

Tabela 9 – Distribuição da subamostra com maior peso de locações operacionais

Esta subamostra é composta por 28 empresas, ou seja, um total de 84 observações, equitativamente distribuídas pelos dois índices e analogamente à amostra inicial é essencialmente composta por empresas dos seguintes setores de atividade: comunicação e serviços (21% cada), utilidades (14%), retalho (11%) e indústria e grossistas (ambos com 7%). Os restantes setores apresentam um peso de 4%.

De seguida apresenta-se na tabela 10⁶ as respetivas estatísticas descritivas.

	2016					
	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	9,50	5,15	43,17	0,02	10,84	28
P_Mar	10,46	5,36	47,56	0,03	11,74	28
A	9,58	9,67	11,09	7,26	0,94	28
P	0,65	0,65	1,95	0,06	0,33	28
RL	0,04	0,04	0,16	-0,22	0,06	28
LOC	0,19	0,08	1,41	0,01	0,28	28

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo;

Tabela 10 – Estatística Descritiva da subamostra com maior peso

Em termos da análise estatística desta subamostra, verifica-se que nos três anos da análise, os valores da mediana de todas as variáveis independentes estão em linha com os respetivos

⁶ A tabela 7 mostra os resultados do ano de 2016, no entanto os resultados obtidos nos restantes anos evidenciaram resultados semelhantes, conforme anexo 3.

valores médios, garantindo assim uma subamostra mais homogénea de empresas.

Da análise à matriz dos coeficientes de correlação amostral de Pearson e Spearman para o período em análise (2014-2016), que se encontra no anexo 6, são evidenciados resultados semelhantes aos obtidos na tabela 5, ou seja, todas as variáveis estão correlacionadas quer com a cotação de dezembro, quer com a de março, não apresentando problemas de multicolinearidade entre as mesmas. Apenas de notar a forte correlação linear entre as variáveis explicativas RL e P, nomeadamente no ano de 2016 com uma correlação de 0,73 no modelo 1 e 0,80 no modelo 2 e que será tida em conta no teste da hipótese que se apresenta na subsecção seguinte.

6.2.2 – Teste da Hipótese – subamostra com maior peso em locações operacionais

Com o objetivo de testar a hipótese formulada no capítulo 4 para a subamostra constituída, ou seja, o de verificar se a adoção da nova norma das locações (IFRS 16) tem impacto na cotação das empresas, procedeu-se à estimação do modelo, tendo-se obtido os resultados apresentados na tabela 11.

Período: 2014 - 2016			
Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Coefficiente	<i>p-value</i>
A	+	4,37	0,0006
P	-	-7,68	0,0734
RL	+	75,67	0,0019
LOC	-	5,14	0,2564
R² ajustado			0,26
Estatística F		8,29	
N		82	

Definição das variáveis e notas:
 N - número de observações; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; A regressão foi efetuado para o preço de mercado a 31 de dezembro.

Tabela 11 – Coeficientes da regressão da subamostra com maior peso de locações operacionais

Analogamente ao efetuado para a amostra global constituída por 169 observações, tabelou-se os coeficientes, assim como o nível de significância de cada uma das variáveis explicativas do modelo em estudo.

Como esperado, a estimação para as 82 observações da subamostra apresenta um poder explicativo maior face à amostra inicialmente estimada, ou seja, apresenta um R^2 ajustado de 26%, superior ao R^2 de 19% obtido com a amostra global. Este resultado é explicado pela constituição da subamostra, com observações com uso mais intensivo em locações operacionais.

À semelhança do sucedido com a amostra global verifica-se que o ativo e o resultado líquido evidenciam ser *value relevant* a um nível de significância de menos de 1%, ao contrário da variável P, que apresenta um coeficiente significativo a um nível de significância de menos de 10%.

Relativamente à variável explicativa LOC, cujo coeficiente é estatisticamente não significativo, ou seja, de acordo com o modelo em causa o volume de locações operacionais não acrescenta poder explicativo à cotação das ações, procedeu-se à estimação do modelo sem esta variável. Os resultados obtidos revelam que a supressão da variável explicativa não provoca alterações significativas nos coeficientes das restantes variáveis e por conseguinte, não se verifica uma melhoria do poder explicativo do modelo, uma vez que o coeficiente de determinação R^2 ajustado não se altera.

Desta forma, o resultado obtido evidencia que apesar do coeficiente da variável LOC ser significativo para a amostra global, contrariamente à minha expectativa deixa de o ser quando se regride o modelo para a subamostra com maior peso.

6.2.3 – Estatística descritiva da subamostra com menor peso de locações operacionais

À semelhança da análise efetuada para a subamostra com maior peso de locações operacionais, procede-se em seguida à análise da estatística descritiva da subamostra com menor peso, cujos resultados são apresentados na tabela 12. Optou-se apenas por tabelar o resultado do ano de 2016, uma vez que os restantes anos apresentam resultados semelhantes.

2016

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	11,47	2,00	129,65	0,00	22,36	87
P_Mar	13,04	3,10	148,30	0,01	25,51	87
A	9,13	9,00	11,03	7,41	0,87	87
P	-0,71	-0,71	-0,05	-1,51	0,23	87
RL	0,01	0,02	0,14	-0,31	0,08	87
LOC	-0,01	0,00	0,00	-0,02	0,01	87

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo;

Tabela 12 - Estatística Descritiva da subamostra com menor peso

Em termos da análise estatística desta subamostra, e à semelhança da análise efetuada na subsecção 6.2.1, verifica-se que nos três anos da análise, os valores da mediana de todas as variáveis independentes estão em linha com os respetivos valores médios, garantindo assim uma subamostra mais homogénea de empresas.

Da análise à matriz dos coeficientes de correlação amostral de Pearson e Spearman para o período em análise (2014-2016), não tabelada, são evidenciados resultados semelhantes aos obtidos na tabela 5, ou seja, todas as variáveis estão correlacionadas quer com a cotação de dezembro, quer com a de março, não apresentando problemas de multicolinearidade entre as mesmas. Apenas de notar que a forte correlação linear entre as variáveis explicativas RL e P na subamostra com maior peso de locações operacionais face ao passivo (correlação de 0,73 no ano de 2016), diminuiu para 0,51 nesta subamostra menos significativa em locações operacionais.

6.2.4 – Teste da Hipótese – subamostra com menor peso em locações operacionais

Conforme efetuado para a outra subamostra, regrediu-se o modelo para a subamostra com menor peso em locações operacionais, tendo-se obtido um resultado idêntico ao da subamostra com maior peso, conforme apresentado na tabela 13.

Período: 2014 - 2016			
	Sinal Esperado	Coefficiente	<i>p-value</i>
A	+	10,22	0,0001
P	-	-13,69	0,2147
RL	+	86,72	0,0126
LOC	-	260,59	0,4417
R² ajustado			0,20
Estatística F		6,50	
N		87	
Definição das variáveis e notas:			
N - número de observações; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; A regressão foi efetuado para o preço de mercado a 31 de dezembro.			

Tabela 13 - Coeficientes da regressão da subamostra com menor peso de locações operacionais

Em comparação com a subamostra analisada na subsecção 6.2.2 verifica-se que o coeficiente da variável explicativa P perde relevância, tornando-se estatisticamente não significativo. O coeficiente da variável explicativa LOC mantém-se igualmente estatisticamente não significativo, contrariando as expectativas iniciais de que a divisão da amostra em duas subamostras poderia fornecer um poder explicativo superior numa das subamostras, o que não acontece.

Dos resultados obtidos da regressão dos modelos para as duas subamostras e contrariamente à minha expectativa, concluiu-se que tanto para volumes elevados de locações operacionais, como para volumes menores, o sinal do impacte nos preços não é estatisticamente relevante. Ou seja, apesar do coeficiente da variável LOC ser significativo quando se utiliza a amostra completa, deixa de o ser para as duas subamostras. Tomando o conjunto dos resultados obtidos, estes sugerem que não haverá qualquer efeito na cotação das ações, uma vez que os utilizadores da informação financeira terão ajustado as suas avaliações a partir da informação sobre locações constante das notas do anexo. Com efeito, quando se efetua uma análise mais focada, com as subamostras, tendo em consideração o peso das locações de cada empresa, aquele coeficiente deixa de ser significativo. Tais resultados são consistentes com a teoria da eficiência dos mercados, que refere que os investidores utilizam toda a informação na avaliação das empresas independentemente do modo como ela é divulgada.

6.3 Análise Sectorial

Estudos como os de Barone *et al* (2014), Fitó *et al* (2013), Imhoff (1991) e Morales (2018), referidos nos capítulos 2 e 3 da presente dissertação, mostram que setores de atividade tais como o retalho, construção e transportes usam mais intensivamente locações operacionais como alternativa ao financiamento. No sentido de verificar quais os setores que sejam estatisticamente diferentes no tocante ao impacto das locações na cotação das empresas, procedeu-se à estimação da amostra inicial, introduzindo uma variável *dummy* por cada sector de atividade.

Embora os resultados não tenham sido tabelados, constatou-se que a regressão do modelo, para o período de 2014 a 2016, com as variáveis *dummy* não evidencia diferenças substanciais nas variáveis explicativas face aos resultados obtidos sem as mesmas variáveis e que já foram analisados na secção anterior. No entanto, não há evidência empírica significativa que permita referir setores que sejam intensivamente diferentes no que refere ao efeito das locações operacionais na avaliação das empresas.

6.4 Testes de Robustez

No estudo empírico, no qual o presente estudo se enquadra, a análise de sensibilidade é um procedimento importante para avaliar o grau de confiança nos resultados obtidos (Wooldridge, 2003). Neste sentido, com o objetivo de testar a robustez dos resultados obtidos e discutidos na secção anterior, repete-se a análise de regressão linear múltipla com a utilização de outro deflator, o número de ações, para transformar as variáveis métricas dos modelos. Outro efeito que se pretende testar é o impacto da data da cotação, ou seja, se os resultados são idênticos caso se tivesse optado por considerar a data da divulgação das contas anuais. Por fim, analisa-se se existe alteração dos resultados obtidos, caso se tivesse optado pela exclusão das empresas ASME, ACC e AIG por apresentarem cotações superiores às das restantes empresas.

Efeito deflator

O modelo em estudo, apresentado no capítulo 4, foi regredido com variáveis explicativas métricas deflacionadas pelo ativo, *proxy* utilizada para a dimensão da empresa (*e.g.* Easton e

Sommers, 2003; Lo, 2005).

Para analisar o efeito da escolha do deflator, testou-se o impacto nos resultados da regressão dos modelos com um deflator alternativo ao ativo, o número de ações, de forma a obter observações com uma dimensão constante, procurando assim cumprir com o pressuposto da homocedasticidade dos erros do modelo clássico de regressão linear múltipla. O deflator alternativo escolhido, o número de ações, é outra *proxie* utilizada para a dimensão das empresas e que tem sido utilizado como deflator em diversos estudos de *value relevance* (e.g. Soonawalla, 2006; Richardson *et al.*, 2012). Assim, foram deflacionadas as variáveis métricas dos modelos propostos pelo número de ações emitidas à data de cada período de relato.

Os resultados obtidos neste teste de robustez permitem concluir que face à evidência empírica tabelada e analisada na secção 6.2 não existem diferenças qualitativamente relevantes.

Igualdade dos modelos – data do preço da ação

A escolha de mensurar o valor de mercado à data a que se reporta os R&C e não à data da sua apresentação é suportada por autores como Fulbier *et al* (2008) e Sakai (2010) que consideram que as cotações vão incorporando, ao longo do período, a informação da publicação de contas interinas e de outra informação regularmente tornada pública pelas empresas cotadas. De forma a testar a igualdade de resultados, caso a escolha da mensuração do valor de mercado recaísse sobre a data da apresentação de contas, efetuou-se a estimação do modelo, considerando como variável dependente o preço da ação 3 meses após a data de relato (e.g. Akbar *et al.*, 2011, Hsu, *et al.*, 2012). O teste evidencia resultados qualitativamente semelhantes aos obtidos e discutidos no capítulo anterior, conforme expectável, pelo que é possível concluir que à data do final do período, toda a informação tende a estar já refletida no preço das ações.

Influência da cotação das empresas ASME, ACC e AIG

Por fim, o último teste de robustez considera a influência da cotação das empresas ASME, ACC e AIG nos resultados obtidos, dado os valores das mesmas serem bastantes superiores aos restantes. Assim, o modelo em estudo foi regredido com a exclusão das 9 observações que representam as 3 empresas, nos três anos em análise. A evidência empírica obtida permite

concluir que os resultados anteriormente discutidos não são qualitativamente afetados pela exclusão destas observações.

Capítulo 7 | Conclusões, Contributos e Limitações do Estudo

Conclusões

Como consequência da adoção da IFRS 16, a contabilização das locações operacionais pelos locatários irá alterar, passando a serem incluídas no ativo e passivo constantes no balanço das empresas. De forma a antecipar as consequências da adoção da nova norma das locações, o presente estudo investigou o impacto *ex ante* da implementação da IFRS 16 na avaliação das empresas, medido pelo impacto na cotação das ações no período entre 2014 e 2016.

Os resultados obtidos nesta dissertação sugerem que, apesar do impacto em alguns rácios, não se antevê qualquer efeito na cotação das ações, uma vez que os utilizadores da informação financeira terão ajustado as suas avaliações a partir da informação sobre locações constante das notas do anexo.

Com base numa amostra de empresas de Portugal e Espanha, no período de 2014 a 2016, cotadas nas principais bolsas nos respetivos países (EURONEXT e IBEX 35) num total de 82 observações, a hipótese de investigação foi corroborada, com os resultados que a informação sobre as locações operacionais constantes das notas já seria incorporada na cotação das empresas, não surgindo impacto significativo do surgimento da referida norma. Esta evidência é consistente com a hipótese de eficiência do mercado, onde os investidores vão refletindo nas cotações a informação divulgada pelas empresas, neste caso sobre as locações operacionais, à medida que ela vai sendo conhecida (e.g. Fulbier *et al*, 2008 e Sakai, 2010).

Contributos

A literatura existente sobre a adoção da IFRS 16 é extensa, no entanto a presente dissertação propõe uma abordagem diferente, tratando o tema pela ótica dos utilizadores da informação financeira, e o modo como estes refletem a informação das empresas nas cotações.

Dois outros contributos são ainda de referir. O facto de se tratar de um estudo prospetivo, acrescentando à escassa literatura desta natureza, que permite um conhecimento e avaliação prévios dos potenciais impactos decorrentes da nova norma; o facto de utilizar um universo de empresas, a os países do sul da Europa, tradicionalmente menos escrutinados nos estudos da área.

Limitações do estudo

O presente estudo, no entanto, apresenta algumas limitações.

Uma primeira limitação a apontar é a reduzida dimensão da amostra restrita apenas a empresas de Portugal e Espanha e que poderá ter impossibilitado a estimação dos modelos por subamostras sectoriais. Esta restrição pode ter efeito na inferência estatística e, como consequência, nos resultados obtidos e conclusões.

Outra limitação prende-se com a fórmula de cálculo do valor descontado das locações operacionais, nomeadamente a estimação do prazo das locações e na obtenção da taxa de desconto. O prazo das locações foi estimado de acordo com o divulgado nos relatórios e contas, no entanto, muitos são os contratos cujos prazos não estão definidos (caso dos alugueres dos terrenos para a instalação dos aerogeradores dos parques eólicos, antenas, entre outros) e por outro lado, existem contratos com opções de renovação que terão de ser avaliadas individualmente, assim como contratos de arrendamento que agora configuram um contrato de locação e que poderiam não estar incluídas nas divulgações da IAS 17. Esta subavaliação do montante das locações operacionais, por falta de informação, poderá não ter permitido captar o efeito total da alteração da norma das locações, quer ao nível dos rácios económicos, como no impacto na avaliação das empresas. No que respeita à taxa de desconto, a limitação prende-se com o potencial erro que poderá ter existido na escolha e recolha manual das taxas nos relatórios e contas e que poderá ter afetado os resultados obtidos.

Referências Bibliográficas

- Andrade, S. C., Henry, E. e Nanda, D. (2011), "The impact of operating leases and purchase obligations on credit market prices", Working paper, University of Miami.
- Altamuro, J., Johnston, R., Pandit, S. and Zhang, H. (2014), "Operating leases and credit assessment", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 31(2), pp. 551-580.
- Akbar, S., S. Zulfiqar, A. Shah e A. W. Stark (2011), "The Value Relevance of Cash Flows, Current Accruals, and Non-Current Accruals in the UK", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, pp. 311-319.
- Barone, E., J. Birt e S. Moya (2014), "Lease Accounting: A Review of Recent Literature", *Accounting in Europe*, Vol. 11, N° 1, pp. 35-54.
- Barth, M.E., G. Clinch (2009), "Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 36, pp. 253-288.
- Barth, M.E., W.H. Beaver e W. Landsman (2001), "The relevance of value relevance research for financial accounting standard setting: Another view", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 77-104.
- Beattie, V., A. Goodacre e S. Thomson (2000), "Operating leases and the assessment of lease–debt substitutability", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 4.
- Beattie, V., A. Goodacre e S.J. Thomson (2006a), "International lease-accounting reform and economic consequences: The views of UK users and preparers", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, N° 1, pp. 75–103.
- Beattie, V., A. Goodacre e S. J. Thomson (2006b), "Corporate financing decisions: UK survey evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, pp. 1402–1434.
- Boastman, J. e X. Dong (2011), "Equity value implications of lease accounting", *Accounting Horizons*, Vol. 25, N° 1, pp. 1–16.
- Brown, S., K. Lo. e T. Z. Lys (2000), "Use of R-squared in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, pp. 83-115.
- Comiran, F. (2013), "Lobbying Behaviour: Evidence from Proposed Changes in Lease Accounting", Working paper, Berkeley.
- Costa, M. M. (2010), "Locações operacionais e financeiras: Estudo empírico das empresas cotadas no Euronext 100", Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Instituto Universitário de Lisboa.

- Cotten, B. D., D. K. Schneider e M. G. McCarthy (2013), "Capitalisation of operating leases and credit ratings", *Journal of Applied Research in Accounting and Finance*, Vol. 7, N° 1, pp. 2–17.
- Cunha, L. P. (2015), "Locações – Impactos da alteração da norma internacional", Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Demerjian, P. R. (2011), "Accounting standards and debt covenants: Has the 'balance sheet approach' led to a decline in the use of balance sheet covenants?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 52, pp. 178-202.
- Durocher, S. e A. Fortin (2009), "Proposed changes in lease accounting and private banker's credit decisions", *Accounting Perspectives*, Vol. 8, N° 1, pp. 9-42.
- Easton, P. (1998), "Discussion of 'Revalued financial, tangible, and intangible assets: Association with share prices and non-market-based value estimates'", *Journal of Accounting Research*, vol. 36 supplement, pp. 235-247.
- Easton, P. D. e G. A. Sommers (2003), "Scale and Scale Effects in Market-Based Accounting Research", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, Issue 1-2, pp. 25-56, <http://ssrn.com/abstract=212708>, acedido em 20 de julho de 2018.
- Fitó, M. À., S. Moya, e N. Orgaz (2013), "Considering the effects of operating lease capitalization on key financial ratios", *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 42.
- Fülbier, R. U., J.L. Silva e M. H. Pferdehirt (2008), "Impact of lease capitalization on financial ratios of listed German companies", *Schmalenbach Business Review*, Vol. 60, pp. 122-144.
- Ge, W. (2006), "Off-balance-sheet activities, earnings persistence and stock prices: Evidence from operating leases", Working Paper, University of Washington Business School.
- Grossmann, A. M. e S. D. Grossmann (2010), "Capitalizing lease payments: potential effects of the FASB/IASB plan", *CPA Journal*, N° 80, pp. 6–11.
- Hussey, R. D. and Ong, A. (2011), "Proposes to change lease accounting: evidence from Canada and Malaysia", *Journal of Law and Financial Management*, Vol. 9(2), pp. 2–15.
- Hsu, A. W., R. Duh e K. Cheng (2012), "Does the Control-based Approach to Consolidated Statements Better Reflect Market Value than the Ownership-based Approach", *The International Journal of Accounting*, N° 47, pp. 198-225.
- ICAS (2017), *Are you ready for the change to leases*, Disponível em <https://www.icas.com/technical-resources/ifrs-16-when-is-a-lease-not-a-lease>

- Imhoff, E., R. Lipe e D. Wright (1991), "Operating leases: impact of constructive capitalization", *Accounting Horizons*, Vol. 5, pp. 51–63.
- Imhoff, E., R. Lipe e D. Wright (1997), "Operating leases: Income Effects of Constructive Capitalization", *Accounting Horizons*, Vol. 11, N°2, pp. 12-32.
- Kothavala, K. (2003), "Proporcional consolidation versus the equity method: A risk measurement perspective on reporting interests in joint ventures", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22.
- Lim, C.S., C.S. Mann e T.V. Mihov (2003), Market Evaluation of Off-Balance Sheet Financing: You Can Run but You Can´t Hide", Working paper, Texas Christian University.
- Lo, K (2004), "The Effects of Scale Differences on Inferences in Accounting Research: Coefficient Estimates, Tests of Incremental Association, and Relative Value Relevance", Working paper, Sauder School of Business.
- Morais, A.I. (2011), "Accounting for Leases: A Literature Review (Bamberg: EUFIN)"
- Morales - Díaz, J. e Zamora - Ramírez, C. (2018), "Effects of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach", *Accounting in Europe*, Vol. 15, N°1, pp. 1-33.
- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 661–687.
- Ohlson, J. A. (1999), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective", *Contemporary Accounting Research*.
- Oliveira, M. M., L. D. Santos e N. Fortuna (2011), *Econometria*, Lisboa: Escolar Editora.
- Richardson, W., R. R. Roubi e K. Soonawalla (2012), "Decline in Financial Reporting for Joint Ventures? Canadian Evidence on Removal of Financial Reporting Choice", *European Accounting Review*, Vol. 21, Issue 2, pp. 373-393.
- Ronen, S and Shenkar, O. (1985), "Clustering countries on attitudinal dimensions: A review and synthesis", *Academy of Management Review*, Vol. 10, pp. 435-454.
- Sakai, E. (2010), "The Market Reaction to the Finance Lease Capitalisation from the View Point of Risk Assessment", Working paper, Musashi University.
- Sengupta, P. and Wang, Z. (2011). "Pricing off-balance sheet debt: how bond market participants use the footnote disclosures on operating leases and postretirement benefit plans?" *Accounting and Finance*, Vol. 51(3), pp. 787-808.
- Soonawalla K. (2006), "Accounting for Joint Ventures and Associates in Canada, UK and US: Do US Rules Hide Information?", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, pp. 395-417.

Taylor, J. (2011), "The history of leasing", Finance and Business Institute, http://fbibusiness.com/history_of_leasing.htm#History, acessado em 23 de novembro de 2017.

Wooldridge, J. M. (2003), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2ª Edição, Ohio: Thomson South-Western.

Anexos

Anexo 1 – Lista das empresas da amostra

Nº	Empresa	Código SIC	Setor de Atividade	Índice
1	ACCIONA,S.A.	161	Construção	IBEX 35
2	ACS,ACTIVIDADES DE CONST.Y SERVICIOS S.A	162	Construção	IBEX 35
3	AENA, S.M.E., S.A.	458	Transportes	IBEX 35
4	ALTRI SGPS	261	Industrial	EURONEXT
5	AMADEUS IT' GROUP, S.A.	737	Serviços	IBEX 35
6	ARCELORMITTAL, S.A.	331	Industrial	IBEX 35
7	CELLNEX TELECOM, S.A.	489	Comunicações	IBEX 35
8	CIMPOR	327	Industrial	EURONEXT
9	COFINA,SGPS	483	Comunicações	EURONEXT
10	COMPTA	506	Comércio grossista	EURONEXT
11	CTT CORREIOS PORT	431	Comunicações	EURONEXT
12	DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	541	Retalho	IBEX 35
13	EDP	491	Utilidades	EURONEXT
14	EDP RENOVAVEIS	491	Utilidades	EURONEXT
15	ENDESA, SOCIEDAD ANONIMA	491	Utilidades	IBEX 35
16	ESTORIL SOL N	799	Serviços	EURONEXT
17	F.RAMADA	651	Imobiliário	EURONEXT
18	FERROVIAL, S.A.	161	Construção	IBEX 35
19	GAS NATURAL SDG, S.A.	491	Utilidades	IBEX 35
20	GRIFOLS, S.A.	872	Serviços	IBEX 35
21	IBERDROLA, S.A.	491	Utilidades	IBEX 35
22	IMPRESA,SGPS	483	Comunicações	EURONEXT
23	INAPA-INV.P.GESTAO	738	Serviços	EURONEXT
24	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, SA "INDITEX"	513	Comércio grossista	IBEX 35
25	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A.	651	Imobiliário	IBEX 35
26	INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	458	Transportes	IBEX 35
27	J.MARTINS,SGPS	541	Retalho	EURONEXT
28	LISGRAFICA	275	Industrial	EURONEXT
29	LUZ SAUDE	874	Serviços	EURONEXT
30	MAPFRE, S.A.	641	Seguros	IBEX 35
31	MARTIFER	344	Industrial	EURONEXT
32	MEDIA CAPITAL	483	Comunicações	EURONEXT
33	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	483	Comunicações	IBEX 35
34	MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	701	Serviços	IBEX 35
35	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	651	Imobiliário	IBEX 35
36	MOTA ENGL	161	Construção	EURONEXT
37	NOS, SGPS	489	Comunicações	EURONEXT
38	NOVABASE,SGPS	737	Serviços	EURONEXT
39	OREY ANTUNES ESC.	478	Transportes	EURONEXT
40	REDITUS,SGPS	737	Serviços	EURONEXT
41	REPSOL, S.A.	138	Extração	IBEX 35
42	SAG GEST	737	Serviços	EURONEXT
43	SDC INV.	161	Construção	EURONEXT
44	SEMAPA	26	Industrial	EURONEXT
45	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	491	Utilidades	IBEX 35
46	SONAE	541	Retalho	EURONEXT
47	SONAE CAPITAL	651	Imobiliário	EURONEXT
48	SONAE IND.SGPS	39	Industrial	EURONEXT
49	SONAECOM,SGPS	489	Comunicações	EURONEXT
50	SUMOL+COMPAL	208	Industrial	EURONEXT
51	TECNICAS REUNIDAS, S.A.	871	Serviços	IBEX 35
52	TEIXEIRA DUARTE	161	Construção	EURONEXT
53	TELEFONICA, S.A.	491	Utilidades	IBEX 35
54	THE NAVIGATOR COMP	516	Comércio grossista	EURONEXT
55	TOYOTA CAETANO	501	Comércio grossista	EURONEXT
56	VAA VISTA ALEGRE	326	Industrial	EURONEXT
57	VISCOFAN, S.A.	209	Industrial	IBEX 35

Notas:

Fonte: Base de dados AMADEUS e SABI, acedidos no período de Janeiro a Maio de 2018.

Anexo 2 – Estatística Descritiva da amostra em estudo

Painel A - Ano 2014

	Média	Meadiana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	8,25	2,81	56,20	0,00	11,99	55
P_Mar	11,49	3,95	93,51	0,01	18,12	55
A	9,34	9,43	10,97	7,37	0,92	55
P	0,68	0,70	1,49	0,04	0,25	55
RL	0,02	0,02	0,16	-0,22	0,06	55
LOC	0,08	0,02	0,84	0,00	0,16	55

Painel B - Ano 2015

	Média	Meadiana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	11,54	3,90	105,40	0,03	19,18	57
P_Mar	10,26	3,84	113,45	0,02	18,29	57
A	9,35	9,46	11,09	7,33	0,92	57
P	0,69	0,70	1,61	0,06	0,25	57
RL	0,02	0,02	0,17	-0,28	0,06	57
LOC	0,09	0,02	1,08	0,00	0,18	57

Painel C - Ano 2016

	Média	Meadiana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	11,56	4,41	129,65	0,02	20,82	57
P_Mar	12,60	5,11	148,30	0,02	23,10	57
A	9,34	9,40	11,09	7,26	0,94	57
P	0,68	0,68	1,95	0,06	0,29	57
RL	0,02	0,03	0,16	-0,31	0,08	57
LOC	0,09	0,02	1,41	0,00	0,21	57

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Locações operacionais atualizadas; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; De notar que o total de observações em 2014 é inferior às dos restantes dois em duas observações uma vez que as empresas CELL e MEDI não se encontravam cotadas em 2014.

Anexo 3 – Matrizes de correlação de Pearson e Spearman

Painel A - Ano 2014

	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	0,72	1,00				
A	0,41	0,41	1,00			
P	0,10	0,03	0,22	1,00		
RL	0,35	0,27	0,30	0,44	1,00	
LOC	0,06	0,08	-0,14	0,03	-0,02	1,00

Painel B - Ano 2015

	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	0,98	1,00				
A	0,39	0,38	1,00			
P	0,07	0,06	0,26	1,00		
RL	0,25	0,23	0,29	0,50	1,00	
LOC	0,06	0,05	-0,18	-0,02	-0,11	1,00

Painel C - Ano 2016

	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	1,00	1,00				
A	0,36	0,36	1,00			
P	0,09	0,08	0,31	1,00		
RL	0,29	0,28	0,31	0,57	1,00	
LOC	0,07	0,07	-0,20	-0,05	-0,08	1,00

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; Os coeficientes de correlação de Pearson e Spearman acima de 0,80 encontram-se assinalados a *bold*. O número de observações é 169, dado que em 2014 as empresas CELL e MEDI não se encontravam cotadas.

Anexo 4 – Lista das empresas com maior peso de locações operacionais

Nº	Empresa	Código SIC	Setor de Atividade	Índice
1	ACS,ACTIVIDADES DE CONST.Y SERVICIOS S.A	162	Construção	IBEX 35
2	ALTRI SGPS	261	Indústria	EURONEXT
3	AMADEUS IT GROUP, S.A.	737	Serviços	IBEX 35
4	CELLNEX TELECOM, S.A.	489	Comunicações	IBEX 35
5	COFINA,SGPS	483	Comunicações	EURONEXT
6	DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	541	Retalho	IBEX 35
7	EDP	491	Utilidades	EURONEXT
8	EDP RENOVAVEIS	491	Utilidades	EURONEXT
9	ENDESA, SOCIEDAD ANONIMA	491	Utilidades	IBEX 35
10	GRIFOLS, S.A.	872	Serviços	IBEX 35
11	INAPA-INV.P.GESTAO	738	Serviços	EURONEXT
12	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, SA "INDITEX"	513	Comércio grossista	IBEX 35
13	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A.	651	Imobiliário	IBEX 35
14	INTERNATIONAL CONSOLIDAT. AIRLINES GROUP	458	Transportation	IBEX 35
15	J.MARTINS,SGPS	541	Retalho	EURONEXT
16	LISGRAFICA	275	Indústria	EURONEXT
17	LUZ SAUDE	874	Serviços	EURONEXT
18	MAPFRE, S.A.	641	Seguros	IBEX 35
19	MEDIA CAPITAL	483	Comunicações	EURONEXT
20	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	483	Comunicações	IBEX 35
21	MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	701	Serviços	IBEX 35
22	NOS, SGPS	489	Comunicações	EURONEXT
23	NOVABASE,SGPS	737	Serviços	EURONEXT
24	REPSOL, S.A.	138	Extração	IBEX 35
25	SONAE	541	Retalho	EURONEXT
26	SONAEKOM,SGPS	489	Comunicações	EURONEXT
27	TELEFONICA, S.A.	491	Utilidades	IBEX 35
28	TOYOTA CAETANO	501	Comércio grossista	EURONEXT

Notas:

Fonte: Base de dados AMADEUS e SABI, acedidos no período de Janeiro a Maio de 2018.

Anexo 5 – Estatística Descritiva da subamostra com maior peso em locações operacionais

Painel A - Ano 2014

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	8,51	4,33	33,12	0,03	10,34	26
P_Mar	10,21	5,00	39,98	0,03	12,28	26
A	9,58	9,74	10,93	7,37	0,94	26
P	0,65	0,69	1,49	0,04	0,28	26
RL	0,04	0,03	0,16	-0,15	0,06	26
LOC	0,16	0,10	0,84	0,01	0,20	26

Painel B - Ano 2015

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	10,19	5,57	42,63	0,03	12,15	28
P_Mar	8,65	4,88	37,69	0,02	9,70	28
A	9,56	9,63	11,09	7,33	0,93	28
P	0,65	0,66	1,61	0,06	0,28	28
RL	0,04	0,04	0,17	-0,07	0,05	28
LOC	0,17	0,08	1,08	0,01	0,23	28

Painel C - Ano 2016

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
P_Dez	9,50	5,15	43,17	0,02	10,84	28
P_Mar	10,46	5,36	47,56	0,03	11,74	28
A	9,58	9,67	11,09	7,26	0,94	28
P	0,65	0,65	1,95	0,06	0,33	28
RL	0,04	0,04	0,16	-0,22	0,06	28
LOC	0,19	0,08	1,41	0,01	0,28	28

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; De notar que o total de observações em 2014 é inferior às dos restantes dois em duas observações uma vez que as empresas CELL e MEDI não se encontravam cotadas em 2014.

Anexo 6 – Matrizes de correlação de Pearson e Spearman da subamostra com maior peso de locações operacionais

Painel A - Ano 2014

	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	1,00	1,00				
A	0,47	0,46	1,00			
P	0,06	0,06	0,25	1,00		
RL	0,41	0,43	0,44	0,41	1,00	
LOC	0,14	0,11	-0,03	0,13	0,20	1,00

Painel B - Ano 2015

	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	0,94	1,00				
A	0,40	0,43	1,00			
P	0,09	0,12	0,26	1,00		
RL	0,37	0,43	0,18	0,38	1,00	
LOC	0,07	0,01	-0,13	0,07	0,07	1,00

Painel C - Ano 2016

	P_DEZ	P_MAR	A	P	RL	LOC
P_Dez	1,00					
P_Mar	1,00	1,00				
A	0,44	0,44	1,00			
P	0,15	0,14	0,30	1,00		
RL	0,44	0,44	0,40	0,73	1,00	
LOC	0,09	0,09	-0,15	-0,01	0,03	1,00

Definição das variáveis e notas:

N - número de observações; P_Mar - Preço de mercado a 31 de março; P_Dez - Preço de mercado a 31 de dezembro; A - Ativo total; P - Passivo total; RL - Resultado Líquido do Exercício; LOC - Valor actual das locações operacionais; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo ativo e o ativo pelo seu logaritmo; Os coeficientes de correlação de Pearson e Spearman acima de 0,80 encontram-se assinalados a *bold*. O número total de observações é 82, dado que em 2014 as empresas CELL e MEDI não se encontravam cotadas.

F
A
C
U
L
D
A
D
E
D
E
D
E
E
C
O
N
O
M
I
A

