

MESTRADO
CONTABILIDADE E CONTROLO DE GESTÃO

O impacto da IFRS 16 na intensidade de utilização das locações: o caso das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e na *BME Exchange*

Carla Daniela de Sousa Magalhães

M

2023



O IMPACTO DA IFRS 16 NA INTENSIDADE DE UTILIZAÇÃO DAS
LOCAÇÕES: O CASO DAS EMPRESAS COTADAS NA *EURONEXT*
LISBON E NA *BME EXCHANGE*

Carla Daniela de Sousa Magalhães

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientado por

Professora Doutora Maria Teresa Teixeira de Carvalho Marinho Bianchi

2023

Agradecimentos

Com este trabalho, fecha-se uma das etapas mais importantes da minha vida e não podia deixar de agradecer às pessoas que me acompanharam ao longo deste percurso.

À professora Doutora Teresa Bianchi pelo apoio, paciência e compreensão que demonstrou ao longo de todo o processo de realização desta dissertação.

À minha família, sem a qual tudo isto não seria possível. Aos meus pais que me permitiram dedicar-me a 100% ao meu percurso académico e à minha irmã por me motivar e chatear, sempre na medida certa.

Ao meu namorado, que sempre me incentivou a seguir os meus sonhos e que ouviu as minhas conversas intermináveis sobre esta dissertação, mesmo não conhecendo esta área.

Por último, agradecer às minhas amigas e colegas de mestrado pelo apoio nas mais diversas ocasiões e pelos serões de trabalho e estudo.

Resumo

A IFRS 16 prescreve o tratamento contabilístico das locações para as empresas que utilizam as normas internacionais de contabilidade. Esta nova norma, que teve o seu início de aplicação a 1 de janeiro de 2019, introduziu uma alteração importante à forma de reconhecimento das locações operacionais pelos locatários. A norma precedente, a IAS 17, não previa o reconhecimento no balanço destas locações, o qual passou a ser obrigatório, salvo exceções, com a IFRS 16.

Este trabalho tem como objetivo analisar se perante as potenciais consequências do reconhecimento no balanço destas locações, a gestão das empresas tomou decisões de forma a diminuir a intensidade de utilização deste tipo de locações, para com isso minimizar o impacto desta nova norma. Contribuindo assim, para a literatura existente sobre os impactos da IFRS 16, mais especificamente os impactos da norma no comportamento das empresas e na escolha de método de financiamento das mesmas.

Com recurso a duas amostras, uma constituída por empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e outra constituída por empresas cotadas na *BME Exchange*, estudou-se a variação de intensidade de utilização das locações operacionais e a sua relação com o endividamento das empresas.

Os resultados obtidos sugerem que as empresas incorreram em esforços para diminuir a intensidade com que utilizavam as locações operacionais, de maneira a reduzir as consequências da nova norma nas demonstrações financeiras, rácios e possíveis *debt covenants*. Além disso, os resultados indiciam que um maior endividamento está associado a uma maior utilização deste tipo de locações, e que as empresas com um endividamento médio mais elevado foram aquelas que registaram uma maior diferença de intensidade no período 2013-2018.

Palavras – chave: Locações; Locações operacionais; IFRS 16; Intensidade de Utilização das Locações Operacionais; *Debt Covenants*.

Abstract

IFRS 16 stipulates the accounting treatment of leases for companies, using International Accounting Standards. This new standard, which became effective on 1 January 2019, introduced an important change to the way operating leases are recognized by lessees. The previous standard, IAS 17, did not establish the recognition of these leases in the balance sheet, which became mandatory, apart from some exceptions, with IFRS 16.

The objective of this study is to analyse whether, faced with the potential consequences of recognizing operating leases in the balance sheet, the companies' management took measures to ensure a reduction of the use of this type of lease, to minimise the impact of the new standard. This work contributes to the existing literature on the impacts of IFRS 16, more specifically the impact of the standard on companies' behaviour and choices regarding financing methods.

Using two samples, one consisting of companies listed on Euronext Lisbon and the other consisting of companies listed on the BME Exchange, it was studied the change in operating lease intensity and its relationship with companies' leverage.

The obtained results suggest that companies made efforts to reduce the intensity with which they used operating leases, to reduce the consequences of the new standard in their financial statements, ratios, and eventual debt covenants. Furthermore, the results imply that leverage is associated with a greater use of operating leases and that companies with higher leverage were associated with a greater difference in operating lease intensity, in the 2013-2018 period.

Key words: Lease; Operating leases; IFRS 16; Lease intensity; Debt Covenants.

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	ii
Abstract.....	iii
Índice.....	iv
Índice de Tabelas	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	4
2.1. Enquadramento Normativo das IFRS's	4
2.2. IAS 17.....	5
2.2.1. Evolução do Normativo.....	5
2.2.2. Vantagens e Críticas	6
2.3. IFRS 16.....	7
2.3.1. Evolução do Normativo.....	7
2.3.2. Estudos já realizados sobre o impacto da adoção da IFRS 16	10
2.3.3. Alterações no comportamento da gestão das empresas com a introdução da IFRS 16	13
3. Metodologia	16
4. Apresentação e Discussão dos Resultados	20
4.1. Amostras	20
4.2. Características das Amostras	21
4.2.1. Distribuição das empresas por indústria	22
4.2.2. Intensidade de Utilização das Locações	23
4.2.3. Principais variáveis explicativas	25
4.2.4. Pressupostos de validação dos modelos.....	28
4.3. Resultados	33

4.3.1.	A Intensidade de Utilização das Locações Operacionais	33
4.3.2.	Modelos de Regressão Linear	39
4.3.3.	Robustez dos Modelos.....	45
5.	Conclusão	47
5.1.	Principais conclusões.....	47
5.2.	Contributos do estudo	48
5.3.	Limitações e sugestões de pesquisa futura	49
	Referências Bibliográficas.....	51
	Outras Referências	53
	Websites Consultados	54
	Anexos.....	55
	Anexo 1 – Amostra final e respetivas indústrias.....	55
	Anexo 2 – Correlações de Kendall’s Tau para a amostra da <i>Euronext Lisbon</i>	57
	Anexo 3 – Correlações de Kendall’s Tau para a amostra da <i>BME Exchange</i>	59
	Anexo 4 – Relação entre o endividamento médio e a diferença de intensidade	60

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Variáveis e fórmulas de cálculo.....	18
Tabela 2 – Definição da amostra final	20
Tabela 3 – Distribuição das empresas por indústria	22
Tabela 4 – Intensidade e compromissos com locações das empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i> para o período 2013-2018.....	23
Tabela 5 – Intensidade e compromissos com locações das empresas cotadas na <i>BME Exchange</i> para o período 2013-2018	24
Tabela 6 – Estatísticas descritivas da amostra de empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	25
Tabela 7 – Estatísticas descritivas da amostra de empresas cotadas na <i>BME Exchange</i>	27
Tabela 8 – Estatísticas Descritivas das variáveis do Modelo 2.....	28
Tabela 9 - Correlações de Spearman para as variáveis da amostra de cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	29
Tabela 10 – Correlações de Spearman para as variáveis da amostra de cotadas na <i>BME Exchange</i>	30
Tabela 11 - Diferença na utilização de locações operacionais no período em análise	33
Tabela 12 – Diferença na utilização de locações operacionais por indústria para as cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	35
Tabela 13 – Diferença na utilização de locações operacionais por indústria para as cotadas na <i>BME Exchange</i>	37
Tabela 14 – Modelo de regressão linear múltipla para a amostra da <i>Euronext Lisbon</i>	40
Tabela 15 – Modelo de regressão linear múltipla para a amostra da <i>BME Exchange</i>	42
Tabela 16 – Modelo de Regressão Linear para as diferenças de intensidade	44

Lista de Abreviaturas

CMVM Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNMV *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

EBITDA *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)

EFrag *European Financial Advisory Group*

EUA Estados Unidos da América

IASB *International Accounting Standard Board*

IAS *International Accounting Standard* (Norma Internacional de Contabilidade)

ICB *Industry Classification Benchmark*

IFRS *International Financial Reporting Standards* (Normas Internacionais de Relato Financiero)

ROA *Return on Assets* (Rentabilidade do Ativo)

ROE *Return on Equity* (Rentabilidade do Capital Próprio)

UE União Europeia

1. Introdução

Nas últimas cinco décadas, as locações tornaram-se uma importante fonte de financiamento alternativa aos instrumentos de financiamento tradicionais (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). De acordo com a norma contabilística IFRS 16 (*International Financial Reporting Standard 16*), um contrato de locação comporta o direito de utilização de um determinado ativo, durante um certo período, em troca de uma retribuição monetária. Os ativos abrangidos por contratos de locação variam desde máquinas, meios de transporte, computadores e até mesmo imóveis. O tratamento contabilístico dos contratos de locação tem vindo a ser amplamente discutido ao longo dos últimos anos e na sequência disso, a 1 de janeiro de 2019 entrou em vigor a IFRS 16. Publicada pela primeira vez pelo IASB (*International Accounting Standards Board*) em 2016, substituiu a precedente IAS 17 (*International Accounting Standard 17*) no tratamento das Locações.

A principal alteração introduzida pela nova norma, relaciona-se com o tratamento contabilístico das locações. Até 2019, o registo das locações era distinto, conforme estas fossem locações financeiras ou operacionais. Enquanto que as locações financeiras davam origem ao reconhecimento do compromisso assumido perante o locador, por contrapartida da capitalização do ativo locado, as locações operacionais davam apenas origem ao registo contabilístico do gasto relacionado com as suas rendas (IASB, 2003), encontrando-se por isso “fora” do Balanço. Desta divergência no reconhecimento dos diversos tipos de locações, contemplada na IAS 17, surgiu uma vantagem relacionada com o facto de existir financiamento através de locações operacionais, que não se encontrava refletido no balanço das empresas. Vantagem esta, que desapareceu com a implementação da IFRS 16 (Devos & Li, 2021). Esta questão era relevante porque, para alguns autores, o não reconhecimento das locações operacionais no balanço dificultava a comparação das demonstrações financeiras e rácios entre empresas (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

A nova norma surge após o IASB e o FASB terem iniciado um projeto conjunto, com o objetivo de desenvolver um normativo que garantisse que os ativos e passivos decorrentes de operações de locação fossem reconhecidos na demonstração da posição financeira das empresas (Balanço) (IASB, 2010). Deste projeto, surge a IFRS 16, que prevê a uniformização do tratamento das locações, passando a reconhecer-se no balanço a generalidade das locações com a exceção das locações de curto prazo ou de reduzido valor para as quais as empresas

podem optar por reconhecer apenas os gastos relacionados com o contrato. Estudos anteriores à adoção da “nova” norma, como por exemplo Morales-Díaz e Zamora-Ramírez (2018), estimaram que esta alteração originaria um aumento significativo do total de ativos e passivos das empresas, o que conduziria a um aumento dos rácios de endividamento e uma diminuição da cobertura dos gastos de financiamento. Estes autores previam ainda que o impacto fosse mais significativo nas entidades que mais frequentemente recorriam a locações para se financiarem, como é o caso dos setores de retalho, transportes, turismo e serviços e software. Górowski et al. (2022) vieram posteriormente confirmar estas conclusões.

Como já referido, um dos principais impactos da nova norma prende-se com o aumento do financiamento refletido no balanço das empresas, que tem como consequência um aumento do endividamento (Zamora-Ramírez & Morales-Díaz, 2018). Para Lau (2023), este aumento do endividamento, consequência da capitalização retrospectiva das locações operacionais exigida pela IFRS 16, cria uma necessidade de revisão das restrições impostas pelos financiadores, as vulgarmente denominadas *debt covenants*, de forma a evitar incumprimentos relacionados com a adoção da norma. Giner e Pardo (2018) partilham dessa opinião, considerando que as empresas devem renegociar as suas *debt covenants* com os bancos. No entanto, não existe evidência de que estas condições tenham sido alteradas de forma a refletir esta necessidade (Lau, 2023). Nesta vertente, Lau (2023) conseguiu demonstrar que as empresas que possuíam um elevado nível de financiamento, pré implementação da IFRS 16, terão sentido necessidade de reduzir a intensidade com que utilizavam locações operacionais como fonte de financiamento, de forma a não cair em incumprimento na data da adoção, das *debt covenants* definidas pelas instituições financeiras. Este comportamento encontra-se em linha com os pressupostos da Teoria Positiva da Contabilidade que afirma que os gestores têm incentivos para escolher políticas contabilísticas que evitem ou diminuam o impacto do incumprimento das *debt covenants* (Bordeman & Demerjian, 2022; Dichev & Skinner, 2002; Watts & Zimmerman, 1990). Além disso, está também em linha com o referido por Fitó et al. (2013), que afirma que literatura anterior tem vindo a mostrar que as empresas tendem a alterar as suas estruturas financeiras de forma a reduzir os efeitos de novas regulamentações.

Nesta vertente, com este estudo pretende-se analisar se perante as potenciais consequências da adoção da IFRS 16, a gestão das empresas terá tomado decisões antecipadamente com o objetivo de diminuir a intensidade de utilização das locações operacionais, e consequentemente o impacto da nova norma. Convém referir que o termo intensidade de

utilização de locações surge associado à dependência das locações como fonte de financiamento das empresas (Devos & Rahman, 2014; Lau, 2023; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Assim, para medir esta intensidade, será recolhida e analisada a informação financeira de duas amostras de empresas cotadas, uma referente às cotadas na *Euronext Lisbon* e outra referente às cotadas na *BME Exchange*, no período de 2013-2018, uma vez que em 2013 foi publicado pelo IASB um rascunho já bastante completo da IFRS 16.

Este estudo pretende contribuir para a literatura existente sobre as consequências económicas da adoção de uma nova norma, nomeadamente sobre a adoção da IFRS 16. De uma maneira geral, a literatura mais recente sobre esta temática tem-se focado no impacto na informação financeira da capitalização das locações operacionais para o locatário (ver por exemplo, Giner & Pardo, 2018; Górowski et al., 2022; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Zamora-Ramírez & Morales-Díaz, 2018). No entanto, estudos como o de Lau (2023) vêm mostrar outra perspetiva destas consequências económicas, ou seja, o impacto na utilização deste instrumento de dívida. É nessa vertente que um estudo como este é relevante, para determinar se consequências económicas como as identificadas por Lau (2023), para as empresas cotadas na *London Stock Exchange*, se espelharam igualmente noutros contextos económicos, neste caso, o das empresas cotadas em Portugal e Espanha.

Neste sentido, e utilizando duas amostras, uma constituída por empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e outra constituída por empresas cotadas na *BME Exchange*, foi possível reunir evidências de que no período pré-adoção da IFRS 16 terá ocorrido uma diminuição da intensidade de utilização das locações operacionais. Sugerindo que, as empresas na proximidade da adoção da nova norma e conhecendo os seus impactos, procuraram reduzir a dependência desta fonte de financiamento, de forma a minimizar os impactos do reconhecimento das locações operacionais nos seus balanços.

O presente trabalho está dividido em capítulos sendo o próximo, o capítulo 2, dedicado à revisão de literatura do tema em análise e à formulação das hipóteses em estudo. No capítulo 3 são descritos os métodos utilizados para testar as hipóteses formuladas no capítulo 2 e descreve-se ainda, de forma sucinta, o processo de escolha das amostras. Depois, no capítulo 4 são apresentadas as características das amostras e os resultados obtidos. Por último, apresentam-se as principais conclusões, as limitações do estudo e sugestões de pesquisa futura.

2. Revisão de Literatura

2.1. Enquadramento Normativo das IFRS's

A adoção das IFRS's tem vindo a ser associada a um aumento da comparabilidade da informação financeira das empresas de diferentes países e consequentemente, a uma contribuição para a melhoria da transparência e eficiência dos mercados financeiros (Tarca, 2020). Neste sentido, em 2002 é publicado o regulamento n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia, que exige que as empresas europeias cotadas em bolsa preparem as suas demonstrações financeiras consolidadas, no limite até ao início de 2005, com base nas IFRS's. Este regulamento enuncia que esta alteração tem como objetivo harmonizar e assegurar um nível elevado de transparência e comparabilidade da informação financeira das empresas. Nesta vertente, prevê ainda a opção, por parte dos países, de possibilitar ou exigir que este tratamento para as contas consolidadas se estenda às empresas não cotadas e às demonstrações financeiras individuais das empresas cotadas. Assim, no caso português, o Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de julho, posteriormente atualizado pelo Decreto-Lei n.º 98/2015 veio a obrigar à aplicação das normas internacionais para todas as entidades com valores mobiliários cotados em mercado regulamentado e a possibilitar esta adoção para as empresas sujeitas ao normativo nacional sob determinados requisitos. Um processo semelhante aconteceu em Espanha, passando a ser obrigatório o uso das IFRS's nas contas consolidadas dos grupos cotados em bolsa e opcional o uso das mesmas nas contas consolidadas dos grupos não cotados. No entanto, para as contas individuais das empresas espanholas, não se prevê a adoção das IFRS's (Llopis et al., 2014). É de salientar que, as IFRS's são normas contabilísticas emitidas pelo IASB, o organismo constituído por um grupo independente de especialistas responsável pelo desenvolvimento e publicação das normas IFRS e pela aprovação de interpretações das mesmas, e que estas normas passam por um mecanismo de endosso prévio à sua adoção, para que estejam de acordo com os princípios adotados pela UE. Após a decisão da UE de exigir a utilização das IFRS's pelas empresas cotadas, já se verificaram alterações no normativo contabilístico utilizado para o registo das locações, tendo a IAS 17 sido substituída pela IFRS 16.

2.2. IAS 17

2.2.1. Evolução do Normativo

A IAS 17 – Locações foi inicialmente publicada pelo IASC em dezembro de 1997, substituindo a precedente IAS 17 – Contabilização de Locações publicada em 1982. Posteriormente, a norma foi adotada pelo IASB em abril de 2001, e passou mais tarde, a fazer parte do conjunto de normas adotadas pelos países da UE.

Segundo a IAS 17, uma locação é um acordo em que o locador transmite ao locatário o direito de usar um ativo por um determinado período, em troca de um pagamento ou série de pagamentos. Esta norma contábilística previa ainda, dois tipos de locações: as locações financeiras e as locações operacionais. Para que uma locação fosse classificada como financeira era necessário que existisse transferência de todos os riscos e vantagens inerentes à propriedade do ativo para o locatário, mesmo que o título de propriedade não fosse transferido. Por sua vez, eram classificadas como locações operacionais, todas as locações que não fossem financeiras, ou seja, quando não se verificasse a transferência dos riscos e vantagens inerentes à propriedade do ativo.

Na perspectiva do locatário, as locações financeiras eram reconhecidas inicialmente como ativos e passivos na demonstração da posição financeira pelo menor valor entre o justo valor do ativo locado ou o valor presente dos pagamentos mínimos futuros. Subsequentemente, reconheciam-se os pagamentos mínimos da locação e o gasto de depreciação relativo ao ativo depreciable contido na locação, sendo que os pagamentos eram repartidos em encargo financeiro e redução do passivo pendente. Relativamente à mensuração das locações operacionais, reconhecia-se apenas os pagamentos da locação como gasto numa base de linha reta durante o prazo da locação, exceto se uma outra base sistemática fosse mais representativa do modelo temporal do benefício do utente.

Na perspectiva do locador, as locações financeiras eram inicialmente reconhecidas na demonstração da posição financeira como uma conta a receber, pelo valor do investimento líquido na locação. Posteriormente, o rendimento proveniente dessas locações reconhecia-se segundo um modelo que refletisse uma taxa de retorno periódica constante, sobre o investimento líquido do locador na locação. Relativamente às locações operacionais, a norma previa que os ativos sujeitos a locação fossem apresentados na demonstração da posição financeira, de acordo com a sua natureza. Por sua vez, o rendimento destas locações

reconhecia-se numa base de linha reta durante o prazo da locação, exceto se outra base sistemática se apresentasse como mais representativa do modelo temporal em que o benefício do uso do ativo locado fosse diminuído.

2.2.2. Vantagens e Críticas

Devido à contabilização previamente descrita, a IAS 17 foi alvo de críticas relativas à linha ténue existente entre os dois tipos de locação, que economicamente são similares, mas que contabilisticamente originavam tratamentos distintos (Giner & Pardo, 2018). Existia sob a alçada da IAS 17, uma clara tendência por parte das empresas na utilização das locações operacionais, devido às suas características de financiamento não refletido no balanço. Por exemplo, Beattie et al. (2000) estimaram que em média, as locações operacionais eram treze vezes superiores às locações financeiras e Cornaggia et al. (2013) verificaram ter existido uma alteração na forma como as empresas financiavam os seus ativos, aferindo para os EUA (Estados Unidos da América), um aumento do recurso a locações operacionais em 745% e uma diminuição para metade da utilização de locações financeiras, no período de 1980 a 2007. Giner e Pardo (2017) sugerem que as empresas desenham os seus contratos de forma a estes não se enquadrarem na definição de locação financeira, e por isso, evitarem o seu registo no balanço. Estes autores afirmam ainda que existe evidência de que as entidades utilizavam todos os tipos de locações até à adoção da IAS 17, mas que após a sua adoção, se verificou uma maior tendência para a utilização das locações operacionais, devido às vantagens inerentes ao seu tratamento contabilístico (Giner & Pardo, 2018). Dos benefícios associados a este tipo de financiamento, destaca-se a sua acessibilidade para empresas com dificuldades em se financiarem por vias convencionais e as taxas de financiamento que tendem a ser bastante competitivas (Cornaggia et al., 2013; Giner & Pardo, 2017). Estes benefícios são claramente legítimos, no entanto, Cornaggia et al. (2013) não excluem a possibilidade desta forma de financiamento poder ser utilizada para distorcer a informação financeira.

Duke et al. (2009) afirmaram que enquanto as empresas utilizassem as locações operacionais como forma de financiamento não refletida no balanço, isso permitir-lhes-ia esconder dos vários *stakeholders*, biliões de dólares de passivos e ativos. Além disso, reconhecer determinada locação como operacional permite melhorar rácios de dívida e liquidez. Sobre esta matéria, os autores afirmam que se as locações operacionais fossem reconhecidas no balanço, tal como exigido para as locações financeiras, isso implicaria um incumprimento dos níveis de

dívida/capital próprio exigidos pelas *debt covenants*. Também nesta vertente, Cornaggia et al. (2013) concluíram que se as locações operacionais fossem capitalizadas, o risco associado às empresas aumentaria e a sua performance global diminuiria, demonstrando que estas empresas, utilizadoras de locações operacionais, aparentavam uma estrutura financeira mais saudável do que a real.

Devido ao risco de distorção da informação financeira mencionado anteriormente, causado pela não capitalização destas locações, aconselhava-se aos investidores que tivessem em consideração a dívida não refletida no balanço, aquando da tomada de decisões (Cornaggia et al., 2013). Não obstante, existem autores que afirmam que as locações operacionais, mesmo não se refletindo no balanço, são tidas em consideração pelos financiadores e investidores (ver Giner & Pardo, 2018). Porém, converter as locações operacionais, apenas divulgadas nas notas, em financiamento reconhecido em balanço apresenta custos, sendo mais útil e eficiente para os investidores, que essa informação seja, à partida, apresentada no balanço (Duke et al., 2009). Além disso, é necessário considerar que existe uma diferença entre o custo associado à obtenção da informação das demonstrações financeiras e o custo associado à obtenção dos anexos das mesmas. Sendo que a primeira pode ser facilmente obtida em bases de dados, enquanto que a segunda, no caso das empresas não cotadas, raramente é disponibilizada para o exterior (Giner & Pardo, 2018). Por exemplo, Fitó et al. (2013) verificaram que apenas 50% das empresas espanholas cotadas incluem na sua informação financeira a nota respeitante às locações operacionais, o que evidencia a dificuldade na obtenção de informação sobre estas locações.

2.3. IFRS 16

2.3.1. Evolução do Normativo

Como resposta às críticas apontadas à IAS 17 e Topic 840 (equivalente da IAS 17 nos Estados Unidos da América), em 2006 o IASB e o FASB iniciaram um projeto conjunto para desenvolver uma nova norma para o tratamento das locações. O objetivo último desta nova norma seria o de resolver problemas relacionados com a transparência do modelo de contabilização aplicado segundo a IAS 17, e melhorar a comparabilidade das demonstrações financeiras (Magli et al., 2018). Magli et al. (2018) exemplificaram a questão da comparabilidade referindo que se observássemos as demonstrações financeiras de duas companhias aéreas, uma que detivesse aviões no seu ativo e outra que recorresse a locações

operacionais para financiar os seus aviões, estas não seriam comparáveis em relação aos seus ativos e dívida. A autora aponta ainda como razões para a introdução de uma nova norma o facto de 85% dos contratos de locação não serem refletidos no balanço e o uso extenso destes contratos para financiar a atividade das empresas, sem que a dívida seja reconhecida nas demonstrações financeiras.

No que concerne ao IASB, o extenso processo de introdução da IFRS 16 começou em 2009 com a publicação de um artigo de discussão denominado *Leases Preliminary Views*, artigo este que iniciou a discussão dos tópicos que levariam à criação da IFRS 16. Já em 2010, o IASB publica o primeiro rascunho (*draft*) da nova norma e em 2013 uma revisão desse mesmo rascunho. Os rascunhos receberam cerca de 1.000 comentários, sendo cerca de metade destes a favor da proposta de norma pela sua utilidade na melhoria da qualidade e transparência da informação financeira (Fitó et al., 2013). Quanto aos comentários contra a proposta, estes centram-se na sua complexidade e custos de implementação (ver Stancheva-Todorova & Velinova-Sokolova, 2019). Importa referir ainda que o EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) recomendou o endosso da nova norma referindo que a mesma se encontrava de acordo com os critérios para endosso, nomeadamente relevância, fiabilidade, comparabilidade e prudência. Além disso, a comissão de aconselhamento afirmou que a norma não contraria o *true and fair value principle* e melhora o reporte financeiro uma vez que, “o reconhecimento dos ativos e passivos de locação fornece informação mais transparente e comparável sobre o endividamento dos locatários” (EFRAG, 2017, p. 2). Outro benefício apontado à norma é que esta torna o balanço uma fonte de financiamento mais completa para os utilizadores, uma vez que, elimina a necessidade destes recorrerem à capitalização das locações operacionais para determinarem o valor de dívida da empresa, não reconhecido em balanço (Paik et al., 2015). Concluindo, grande parte das críticas apontadas foram positivas e a IFRS 16 foi então publicada em janeiro de 2016 e denominada IFRS 16 Locações, tendo a sua entrada em vigor acontecido a 01 de janeiro de 2019.

Um processo equivalente foi realizado pelo FASB resultando na publicação do Topic 842, que assim como a IFRS 16, resultou no fim da não capitalização das locações operacionais para o locatário. Porém, ao contrário do previsto na IFRS 16, onde a distinção para o locatário entre locação operacional e financeira desapareceu completamente, o Topic 842 manteve essa distinção, prevendo um tratamento das despesas distinto dependendo da classificação da locação como operacional ou financeira.

De uma maneira geral, as alterações introduzidas pela IFRS 16 centram-se no reconhecimento e mensuração das locações na perspectiva do locatário. Porém, a norma foca-se ainda na distinção entre aquilo que é um contrato de locação e uma mera prestação de serviços. Nesse sentido, o critério utilizado prende-se com a existência ou não de controlo. Para que exista controlo, a norma prevê no seu apêndice B que a entidade detenha o direito a parte substancial dos benefícios económicos gerados pelo ativo identificado no contrato e possa dar a esse mesmo ativo o uso que pretender. Reunidas estas condições, o contrato será classificado como contendo uma locação.

Relativamente ao tratamento contabilístico das locações para o locatário, deixa de existir distinção na contabilização das locações operacionais e financeiras, como já anteriormente mencionado. Segundo a IFRS 16, na mensuração inicial a empresa mensura um ativo sob direito de uso pelo seu custo e um passivo da locação pelo valor presente dos pagamentos de locação futuros. Subsequentemente, com exceção das propriedades de investimento mensuradas ao justo valor e dos ativos fixos tangíveis mensurados pelo seu valor realizável líquido, o locatário aplica ao ativo sob direito de uso o modelo do custo. Ou seja, este reconhece o ativo ou pelo seu custo deduzido de depreciações acumuladas e eventuais perdas por imparidade, ou pelo modelo de revalorização. Por sua vez, o passivo da locação é creditado de forma a refletir os juros aplicados a este e debitado pelos pagamentos de locação já efetuados.

Porém, existem duas exceções ao tratamento descrito no parágrafo anterior. Estas duas exceções surgem como resposta às preocupações levantadas pelos preparadores da informação financeira, relativamente aos custos de implementação da nova norma (Magli et al., 2018). Assim, a IFRS 16 prevê que o locatário possa optar por não capitalizar no balanço as locações de curto prazo ou aquelas em que o ativo subjacente tenha pouco valor. Esta possibilidade encontra-se prevista nos parágrafos 5 a 8 da norma, que determina que feita esta opção se reconheça os pagamentos de locação como uma despesa numa base linear ou noutra base sistemática que se mostre mais representativa.

Relativamente ao tratamento contabilístico pelo locador, manteve-se a distinção entre locações financeiras e operacionais, e a sua mensuração permaneceu semelhante ao anteriormente descrito para estas locações sob o domínio da IAS 17.

Referir ainda que, apesar das alterações mais significativas terem ocorrido ao nível do tratamento das locações para os locatários, a IFRS 16 inclui mais detalhes sobre outros assuntos, nomeadamente as divulgações exigidas tanto para o locador como para o locatário.

Sobre as alterações introduzidas pela nova norma, importa mencionar que em Portugal e Espanha, a legislação nacional ainda se baseia na IAS 17 para o reconhecimento e tratamento das locações. Assim, estas alterações introduzidas pela IFRS 16 apenas impactaram as empresas cotadas em bolsa que são obrigadas a utilizar as IFRS's, e as empresas que por opção o fazem.

2.3.2. Estudos já realizados sobre o impacto da adoção da IFRS 16

O reconhecimento das locações no balanço é um tema que tem vindo a ser discutido há mais de duas décadas. Sobre este tema, foram estudadas diversas consequências económicas da nova norma, nomeadamente o impacto da mesma nos rácios financeiros, no mercado de valores mobiliários e no comportamento da gestão das empresas face às mudanças introduzidas. Neste subcapítulo destacam-se os trabalhos mais recentes realizados sobre este tema, sendo que um grande número destes, se centra no impacto do reconhecimento das locações operacionais nas demonstrações financeiras das empresas (ver por exemplo, Fitó et al., 2013; Giner et al., 2019; Giner & Pardo, 2017; Górowski et al., 2022; Zamora-Ramírez & Morales-Díaz, 2018). Para isso, os autores socorreram-se dos mais diversos modelos para estimar o impacto, na informação financeira das empresas, das diferenças no reconhecimento das locações introduzidas pela IFRS 16. Existem duas categorias principais destes estudos, os *ex ante*, ou seja, aqueles realizados pré-publicação e entrada em vigor da IFRS 16 ou pós-publicação da norma, mas pré-entrada em vigor, e os estudos *ex post*, realizados pós implementação da IFRS 16.

Os estudos anteriores à implementação da IFRS 16 sugeriram que a nova norma teria impacto considerável nos indicadores financeiros e de rentabilidade (Fitó et al., 2013), sendo este impacto mais relevante nos indicadores baseados em dados do balanço das empresas (Giner & Pardo, 2017) porque a implementação da IFRS 16 aumentaria significativamente os ativos e passivos das empresas (Duke et al., 2009; Zamora-Ramírez & Morales-Díaz, 2018). Por exemplo, Morales-Díaz e Zamora-Ramírez (2018) estimaram para uma amostra de empresas europeias um aumento do ativo de, em média 9,96%, e do passivo de, em média 21,4%. Estes autores estimaram ainda uma diminuição do endividamento das empresas e

uma diminuição do rácio de cobertura dos gastos de financiamento. Quanto ao impacto neste último indicador, Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova (2019) fizeram notar que o efeito das alterações no rácio de cobertura dos gastos de financiamento depende do portefólio de locações das empresas, uma vez que a nova norma implicará simultaneamente um aumento do EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) e do gasto com juros. Ainda relacionado com o passivo das empresas os estudos apontaram para um aumento do endividamento (Fitó et al., 2013; Giner et al., 2019; Magli et al., 2018). Além disso, Giner et al. (2019) demonstraram para uma amostra que continha as 100 maiores empresas europeias, uma diminuição de, em média 5,3%, da maturidade da dívida das empresas e uma diminuição de, em média 1,23%, da liquidez das mesmas.

Relativamente aos indicadores relacionados com o desempenho das empresas, Magli et al. (2018) previram um aumento do EBITDA. Este aumento é consequência da mudança no tratamento do gasto com locações operacionais. Segundo a IAS 17, os gastos relacionados com estas locações eram reconhecidos como um gasto operacional, contribuindo para uma diminuição do EBITDA. Com a introdução da IFRS 16 passa a reconhecer-se nos resultados a depreciação dos ativos inerentes a estas locações e o gasto relativo aos juros incluídos nas prestações, o que não se reflete neste indicador (Stancheva-Todorova & Velinova-Sokolova, 2019). Além do EBITDA, o ROE (*Return on Equity*) também aumentaria em cerca de 4,1% (Giner et al., 2019). Vários estudos abordaram também os efeitos da adoção da IFRS 16 no ROA (*Return on Assets*) mostrando diferentes conclusões. Giner et al. (2019) previram um aumento de 6,2% do ROA. Por outro lado, Duke et al. (2009), Fitó et al. (2013) e Zamora-Ramírez e Morales-Díaz (2018) mostraram que o impacto da norma sobre este indicador depende das características das empresas e do setor em que se encontram inseridas.

Relativamente ao impacto desta norma nos indicadores financeiros e de desempenho das empresas, Giner e Pardo (2017) demonstraram que seria mais significativo para as empresas com maiores dificuldades financeiras e mais próximas do incumprimento das *debt covenants*. Além disso, são também mais impactadas pela IFRS 16 as empresas que apresentam uma maior intensidade de utilização das locações operacionais (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Fitó et al. (2013) identificaram como empresas mais afetadas pela nova norma as empresas de energia, tecnologias e retalho. Nesta vertente, Morales-Díaz e Zamora-Ramírez (2018) concluíram que o setor mais afetado seria o do retalho, prevendo-se um aumento do total de ativo em 27% e do passivo em 59,2%, seguido pelo setor hoteleiro, com um aumento

do ativo em 28,4% e do passivo em 55,3% e o setor de transportes, com um aumento do ativo em 27,2% e do passivo em 53,3%.

Noutra vertente, Giner e Pardo (2018) estudaram o impacto da nova norma no mercado de valores mobiliários, demonstrando que os investidores têm em consideração tanto os itens reconhecidos nas demonstrações financeiras como os itens que são apenas objeto de divulgação. Estes autores argumentam que os investidores não distinguem, em termos de relevância, os financiamentos reconhecidos em balanço dos financiamentos não reconhecidos, como era o caso das locações operacionais, previamente à adoção da IFRS 16. Assim, referem que a adoção da IFRS 16 não terá um impacto significativo na bolsa de valores.

Na literatura existem ainda autores que abordam o impacto que estas alterações introduzidas pela IFRS 16 têm noutros aspetos do cotidiano das empresas. Paik et al. (2015), por exemplo, demonstraram uma preocupação com o efeito destas alterações nas condições impostas pelos financiadores (*debt covenants*), referindo que estas muito possivelmente sofrerão alterações com a introdução da norma. Isto porque, se estas condições se basearem em indicadores que utilizam valores de balanço, com o reconhecimento das locações operacionais, podem existir riscos de incumprimento. No entanto, os autores argumentam que a existência de locações operacionais é considerada na definição das *debt covenants* e que por isso o efeito da nova norma nas mesmas é limitado. O estudo realizado pelos autores corrobora com esta afirmação, ao demonstrar que as empresas dos setores mais financiados por locações operacionais apresentavam menos *covenants* baseadas no balanço e mais baseadas em resultados, do que as empresas de setores que menos utilizam esta forma de financiamento. Assim, para os autores não era expectável que com a adoção do novo normativo as empresas incorressem em transgressão das *debt covenants*, nem que ocorressem alterações dos indicadores utilizados nas mesmas.

Contrariamente, Fitó et al. (2013) afirmam que estas alterações podem modificar a estrutura de capitais das empresas, as suas *debt covenants*, as suas posições no mercado e a imagem destas perante os investidores e utilizadores. Assim, o efeito da IFRS 16 nas *debt covenants* não deve ser excluído (Giner & Pardo, 2018; Stancheva-Todorova & Velinova-Sokolova, 2019). Ficando ao encargo das empresas renegociar com os bancos de forma a evitar surpresas aquando da implementação da nova norma (Cornaggia et al., 2013). Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova (2019) referem que este efeito nas *debt covenants* e nível de endividamento

das empresas poderá também afetar os custos de financiamento das mesmas. No entanto, salvaguardam que os bancos tendem a estimar o impacto do financiamento não refletido no balanço, aquando da definição das *debt covenants* e taxas de juro aplicáveis, principalmente no caso de empresas que dependem muito deste tipo de financiamento, e que por isso, não serão expectáveis alterações a esse nível.

2.3.3. Alterações no comportamento da gestão das empresas com a introdução da IFRS 16

Além das consequências económicas mencionadas no subcapítulo anterior, é relevante referir que a adoção de novas normas está também associada a alterações no comportamento das empresas. Neste sentido, os estudos relevantes sobre a Teoria Positiva da Contabilidade vieram realçar a importância dos custos contratuais e *debt covenants* para a contabilidade e escolha de métodos contabilísticos por parte dos gestores (Watts & Zimmerman, 1990). No estudo de Watts e Zimmerman (1990) é referida uma hipótese associada aos rácios presentes nas *debt covenants* baseados em números da contabilidade, para explicar o comportamento da gestão das empresas face à possibilidade de incumprimento destas restrições contratuais. Segundo esta hipótese da Teoria Positiva da Contabilidade os gestores terão incentivos para utilizar métodos contabilísticos que evitem ou reduzam a probabilidade de incumprimento das *debt covenants*, de forma a não incorrer em custos associados ao mesmo (Dichev & Skinner, 2002; Watts & Zimmerman, 1990). Esta hipótese foi testada por Dichev e Skinner (2002) e Bordeman e Demerjian (2022) que encontraram evidências de que esta gestão acontece. Por último, referir ainda que, os trabalhos empíricos realizados sobre a Teoria Positiva da Contabilidade normalizaram a relação entre o endividamento das empresas e as escolhas contabilísticas da gestão.

Lau (2023) vem estender o âmbito da “hipótese das *debt covenants*”¹ para explicar o porquê das empresas reduzirem o uso de locações operacionais no período pré-implementação da IFRS 16, de forma a evitar o incumprimento das *debt covenants*. Relativamente a esta questão, Lau (2023) afirma que as empresas mais dependentes de locações operacionais, no período pré implementação da norma, incorreriam em maiores riscos de incumprimento das *debt*

¹ O termo “hipótese das *debt covenants*” é uma tradução parcial do termo inglês *debt covenants hypothesis* associado à Teoria Positiva da Contabilidade. O termo não se encontra presente no texto integral de Watts e Zimmerman (1990) mas é utilizado por Dichev e Skinner (2002), Bordeman e Demerjian (2022) e Lau (2023) quando se referem à hipótese associada às *debt covenants* desenvolvida no artigo de Watts e Zimmerman.

covenants, impostas pelas instituições financeiras, aquando do reconhecimento retrospectivo das locações operacionais nos seus balanços. Para o autor, o facto da introdução da norma ter ocorrido durante um período extenso e a adoção da mesma só ter ocorrido cerca de três anos após a sua publicação oficial, permitiu que as empresas reduzissem a utilização e dependência desta forma de financiamento, de maneira a evitar a transgressão destas restrições. Lau (2023) foca o seu estudo nas *debt covenants* relacionadas com o endividamento, que este calcula através do rácio dívida/ativo, uma vez que um impacto direto da IFRS 16 prende-se com o aumento do nível de financiamento e, com base numa amostra de 580 empresas, conclui que em média as empresas reduziram a sua dependência de locações operacionais no período de 2011-2018. Neste estudo o autor demonstrou ainda que o endividamento das empresas estava negativamente associado a variações na dependência de locações operacionais nesse período, o que significa que um endividamento alto estava associado a uma redução na dependência do uso de locações.

Existem ainda outros autores que sugerem terem ocorrido alterações no comportamento das empresas, como consequência da implementação da IFRS 16. Fitó et al. (2013) analisaram o impacto da capitalização das locações operacionais no período 2008-2010 numa amostra de empresas espanholas, constatando que o impacto do reconhecimento destas locações no balanço diminuiu ao longo dos anos. Por outras palavras, o efeito da adoção da nova norma na informação financeira de 2008 é superior ao análogo para 2010. Estes resultados, levaram os autores a questionarem-se sobre a possibilidade de a gestão das empresas estar a agir de forma a reduzir, ou mesmo evitar as consequências da implementação da IFRS 16. Kusano et al. (2016) mostram também no seu estudo, que as empresas se esforçaram para diminuir os efeitos negativos do reconhecimento no balanço das locações. Giner et al. (2019) também partilham desta opinião, considerando que é bastante provável que face às consequências da IFRS 16 na informação financeira das empresas e numa tentativa de atenuar esse impacto, os locatários procurem renegociar os contratos existentes e preparem novos contratos com condições mais favoráveis às regras da nova norma. Neste sentido, os autores conseguiram demonstrar que uma redução dos prazos das locações suavizaria o impacto da nova norma.

Também na vertente da alteração de comportamentos causada pela nova norma Chung (2022) explica que os contratos de dívida das empresas se baseiam em números presentes na contabilidade e que por isso, as alterações na forma como a mesma é realizada geram consequências económicas. O autor afirma que, no caso da exigência de capitalização das

locações operacionais, temos uma variação de rácios que, não sendo favorável às restrições presentes nos contratos de dívida, faz com que a gestão das empresas altere o seu comportamento para mitigar riscos de incumprimento. Este comportamento é consistente com a hipótese da Teoria Positiva da Contabilidade, anteriormente referida (Watts & Zimmerman, 1990). Noutra nota, Chung (2022) salienta ainda que o reconhecimento das locações operacionais no balanço, potencia a diminuição do valor das empresas, uma vez que altera o custo de evitar incumprimento de condições contratuais e limita o crescimento das mesmas.

É com o objetivo de tentar compreender se as empresas alteram o seu comportamento perante as alterações ao tratamento contabilístico introduzidas pela IFRS 16, como sugerido por outros autores (ver por exemplo, Chung, 2022; Fitó et al., 2013; Kusano et al., 2016), que o presente estudo irá analisar a variação da intensidade de utilização das locações operacionais pelas empresas, no período pré-adoção da IFRS 16. Esta análise tem como objetivo explorar se na iminência da adoção da norma, as empresas terão reduzido a utilização desta forma de financiamento, de forma a minimizar os efeitos da mesma aquando da adoção. Desta forma, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1 (H1): Em média, no período pré-adoção da IFRS 16 (2013-2018) verificou-se uma diminuição da intensidade de utilização das locações operacionais.

A H1 baseia-se na premissa de que a gestão das empresas terá feito um esforço para mitigar os efeitos da aplicação da IFRS 16, seja por receio de incumprimento das *debt covenants* na adoção (Lau, 2023), seja pelas consequências da mesma no balanço e rácios financeiros (Fitó et al., 2013). Adicionalmente, prevendo que as empresas com um maior endividamento terão feito um esforço maior para diminuir a utilização de locações operacionais, formulam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 2A (H2A): A intensidade de utilização das locações operacionais está relacionada com o endividamento.

Hipótese 2B (H2B): Quanto maior o endividamento, maior a diferença de intensidade de utilização das locações operacionais registada no período 2013-2018.

3. Metodologia

Para testar as hipóteses desenvolvidas, é necessário compreender como é que se calcula a intensidade de utilização das locações. Neste sentido, têm sido utilizados vários mecanismos para calcular o uso das locações por parte das empresas. Por exemplo, Graham et al. (1998) utilizam como proxy do uso de locações operacionais, a divisão do valor presente dos gastos com rendas do ano e compromissos dos próximos cinco anos pelo valor de mercado da empresa.

Um termo que aparece associado à questão da utilização pelas empresas das locações é o *leasing intensity*, ou intensidade de utilização das locações, que será útil para o cumprimento do objetivo deste estudo, uma vez que, permite medir a dependência das empresas desta fonte de financiamento. Este termo é aplicado por vários autores (ver por exemplo, Devos & Li, 2021; Devos & Rahman, 2014; Lau, 2023; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Destes autores, parte utiliza a intensidade de utilização das locações para estudos não relacionados com a IFRS 16, enquanto outros que serão mencionados de seguida, usam o termo para estudos sobre a norma, e por isso, são mais relevantes para o contexto deste estudo. Um primeiro exemplo disso, é Lau (2023), que como já referido utiliza o termo para comprovar uma diminuição na dependência de utilização das locações operacionais entre o início do processo de criação da IFRS 16 e a sua adoção. Este autor, determina a intensidade de utilização das locações operacionais através da divisão dos futuros pagamentos mínimos destas locações, pelo total de ativo da empresa. Esta proxy, é também usada no estudo de Magli et al. (2018) para testar o impacto da nova norma, onde um elevado valor do rácio está associado a um maior impacto.

Por outro lado, Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova (2019) adotam como proxy para medir a intensidade de utilização das locações operacionais, o quociente entre gastos com locações operacionais e total de dívida. Previamente, Morales-Díaz e Zamora-Ramírez (2018), tinham já utilizado o mesmo, com o mesmo objetivo de Magli et al. (2018), ou seja, para concluir que informação financeira das empresas com maior intensidade de utilização das locações operacionais, seria a mais impactada aquando da adoção da IFRS 16.

Assim, atendendo aos critérios acima referidos, para medir o grau de intensidade de utilização das locações operacionais pelas empresas objeto de estudo, durante o período de análise, será

utilizada como proxy deste indicador o coeficiente entre os futuros pagamentos mínimos relativos a locações operacionais e o total de ativo da empresa, conforme Lau (2023).

E, com o objetivo de determinar as consequências que a adoção da IFRS 16 terá tido no período de preparação para a sua implementação em substituição da IAS 17, ao nível da utilização das locações operacionais, mais especificamente, o impacto na intensidade de utilização das locações operacionais, será analisado o período de 2013 a 2018, dado que, em 2013 já havia sido publicado pelo IASB, um *draft* completo daquilo que se tornaria a IFRS 16. No que concerne aos dados utilizados, estes são quantitativos e recolhidos das demonstrações financeiras e anexos das empresas.

De forma a testar as hipóteses desenvolvidas, optou-se por utilizar duas amostras, uma constituída por empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e outra por empresas cotadas na *BME Exchange*. A escolha pela utilização de empresas cotadas deve-se às mesmas serem obrigadas a adotar a IFRS 16 e divulgar publicamente a sua informação financeira. Adicionalmente, a definição de duas amostras é explicada por uma questão de robustez dos resultados. Se fosse apenas utilizada a amostra de empresas cotadas em Portugal, teríamos poucas observações e a possibilidade de resultados enviesados. Com a adição de uma outra amostra, neste caso a de empresas cotadas em Espanha, obtém-se uma maior validação dos resultados obtidos. Assim, aquilo que se pretende é validar as hipóteses para ambas as amostras em separado uma vez que, dadas as características e contextos distintos das empresas presentes nas duas amostras, seria problemático a sua junção. Referir que, a sua comparação também não faria sentido, pois o objetivo do estudo é validar as hipóteses formuladas, que se aplicam a ambas as amostras, pois ambas são constituídas por empresas sujeitas às alterações introduzidas pela nova norma.

No presente estudo considerou-se ainda a relação de dependência existente entre o endividamento de uma empresa e a utilização de locações operacionais. Assim, para testar a Hipótese 2A foram utilizados os seguintes modelos de regressão linear múltipla:

$$\begin{aligned}
 LO_INT \text{ ou } LO_COMP & \quad (1) \\
 &= \beta_0 + \beta_1 * ENDV + \beta_2 * ROA + \beta_3 * DIM + \beta_4 * COB_{GFIN} \\
 &+ \Sigma \beta_5 * IND + \Sigma \beta_6 * ANO + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Onde,

Tabela 1 – Variáveis e fórmulas de cálculo

	Variável	Abreviatura	Cálculo
Dependente	Intensidade de Utilização das locações operacionais	LO_INT	Pagamentos mínimos futuros a dividir pelo Ativo
	Compromissos futuros com locações operacionais	LO_COMP	Pagamentos mínimos futuros associados a locações operacionais (logaritmizados)
Independente	Endividamento	ENDV	Passivo a dividir pelo Ativo
Controlo	Rentabilidade do Ativo	ROA	Resultado Líquido a dividir pelo Ativo
	Dimensão	DIM	Ativo logaritmizado
	Cobertura dos Gastos de Financiamento	COB_GFIN	EBITDA a dividir pelos Gastos de Financiamento
	Indústria	IND	-
	Ano	ANO	Ano identificado nas demonstrações financeiras

Giner e Pardo (2017) verificaram existir uma relação positiva entre o endividamento de uma empresa e o uso de locações operacionais. Os autores consideraram que as empresas mais endividadas estariam mais próximas do incumprimento de *debt covenants* e que por isso recorreriam mais às locações operacionais, devido à sua qualidade de financiamento não refletido no balanço. Com base nesta premissa, é expectável que quanto maior for o endividamento, maior será a intensidade de utilização de locações operacionais.

Adicionou-se ainda ao modelo a ROA, visto tratar-se de uma variável associada às *debt covenants* e para a qual, Giner e Pardo (2017) encontraram uma relação negativa, ou seja, quanto menor o ROA, maior é a utilização das locações operacionais. O estudo destes autores sugere ainda que quanto maior a dimensão das empresas, mais estas recorrem a esta forma de financiamento. E por isso, foi ainda adicionada como variável de controlo a dimensão. Por último, utilizou-se ainda a cobertura de gastos de financiamento, também como variável de controlo, devido ao impacto previsto da nova norma neste indicador (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Zamora-Ramírez & Morales-Díaz, 2018). Além destas variáveis foi ainda necessário ter em consideração o ano em que a informação foi divulgada e a indústria a que a empresa pertence, uma vez que, foi já encontrada por vários autores uma relação entre a atividade da empresa e a utilização das locações operacionais (ver

por exemplo, Fitó et al., 2013; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Paik et al., 2015). Assim, foram também consideradas variáveis dummy para a indústria de cada uma das empresas da amostra e para o ano de divulgação a que a informação se refere.

Para tornar a análise mais robusta utilizou-se alternativamente, como variável dependente do modelo de regressão linear, os compromissos futuros com locações operacionais ao invés da intensidade de utilização das locações operacionais, de forma a verificar se existe consistência nos resultados obtidos.

Noutra nota, e de forma a dar resposta à Hipótese 2B, foi necessário analisar a forma como a diferença registada na intensidade de utilização das locações se comporta em relação ao endividamento. Sobre este assunto, Lau (2023) conclui que, no período pré-adoção, um endividamento elevado está associado a uma maior redução da intensidade de utilização das locações. Para o autor, este fenómeno é explicado pela necessidade das empresas de evitar o incumprimento das *debt covenants*, aquando da adoção da IFRS 16. De forma a verificar se este fenómeno acontece para as amostras do presente estudo desenvolveu-se o seguinte modelo de regressão linear:

$$DIF_INT = \beta_0 + \beta_1 * ENDV \text{ médio} + \beta_2 * DIF_dummy + \varepsilon \quad (2)$$

Onde, DIF_INT corresponde à diferença de intensidade de utilização de locações operacionais de 2013 para 2018 que assume valores positivos quando ocorreu no período uma diminuição de intensidade e negativos quando ocorreu um aumento da intensidade. E o ENDV médio respeita ao endividamento médio registado no período em análise, 2013 – 2018. Além disso, foi ainda adicionada ao modelo uma variável dummy (DIF_dummy) que assume valor 1 para empresas onde ocorreu uma diminuição da intensidade e 0 para as restantes. Esta dummy é útil para que se reflita nos resultados a distinção entre empresas com diminuições de intensidade e empresas com aumentos de intensidade.

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

4.1. Amostras

Para efeitos do presente estudo foram recolhidas duas amostras, para o período de 2013 a 2018. A primeira amostra respeita às empresas com ações cotadas em bolsa na *Euronext Lisbon*, no período de 2013 a 2018, e a segunda às empresas com ações cotadas em bolsa na *Madrid Stock Exchange (BME Exchange)* também para o mesmo período. A escolha de empresas cotadas para a amostra relaciona-se com o facto de estas estarem obrigadas a publicar a sua informação financeira, na qual tipicamente se encontram as informações sobre as locações operacionais necessárias para este trabalho.

O processo de recolha de dados começou com a construção da lista de empresas cotadas nos anos em análise com base em informação extraída dos sites das respetivas bolsas de valores e da plataforma *Refinitiv Workspace*. Desta lista, foi necessário excluir algumas empresas, conforme o descrito na Tabela 2, que sintetiza o procedimento de definição da amostra final.

Tabela 2 – Definição da amostra final

	Euronext Lisbon		BME Exchange	
	Nº de Empresas	Nº de Observações	Nº de Empresas	Nº de Observações
Amostra Inicial	45	270	111	666
- Financeiras	1	6	10	60
- Seguradoras	1	6	3	18
- Período económico diferente	4	24	6	36
- Divulgação Ausente/Incompleta	7	42	28	168
- Outro	2	12	6	36
Amostra Final	30	180	58	348

A exclusão das empresas financeiras deve-se a estas serem tipicamente locadoras e não locatários. Quanto às seguradoras, foram excluídas pelas particularidades do setor e das divulgações associadas ao mesmo. Além disso, foram ainda desconsideradas as empresas com períodos económicos diferentes, para que os 12 meses presentes em cada ano correspondessem efetivamente ao mesmo período, para todas as empresas. Por sua vez, a exclusão de empresas por ausência de divulgação ou divulgação incompleta está associada a duas situações distintas: empresas que não divulgam informação sobre os gastos com locações operacionais e compromissos futuros; e empresas que apenas divulgam os gastos

associados a este instrumento. Relativamente à primeira situação, esta exclusão prende-se com ter-se verificado a existência de empresas que não divulgavam a informação sobre os gastos e pagamentos mínimos no período em análise, mas posteriormente registavam impactos da adoção da norma. Assim, e dado não ser possível distinguir quando é que a ausência de divulgação era sinónimo de ausência de locações operacionais ou quando esta se configurava em apenas uma opção por parte da empresa, em termos de divulgação, optou-se por não incluir estas empresas na amostra. Relativamente à segunda situação, que se verificou menos frequente, não se incluíram estas empresas que não divulgavam informação sobre os compromissos futuros, pois esta informação é essencial. Salienta-se que a verificação da existência desta informação foi realizada por via da análise individual dos relatórios das empresas em causa. Por último, as exclusões identificadas na Tabela 2 como “Outro” referem-se a falta de relatório para algum ou vários dos anos em análise, contas no normativo nacional ao invés do internacional e aplicação antecipada da IFRS 16.

No que concerne à recolha de dados, e como já mencionado, a mesma foi manual, através dos relatórios e contas das empresas publicados no site da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), no caso das cotadas na *Euronext Lisbon*, no site da *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), no caso das cotadas na *BME Exchange*, e no site das empresas, quando não disponível nas duas fontes anteriores. Destes relatórios foram utilizados os valores presentes nas demonstrações financeiras e os dados presentes nos anexos às mesmas. Para efeitos da recolha dos dados sobre os compromissos com locações operacionais foram utilizadas inicialmente palavras-chave como locação, locação operacional, *arrendamiento*, *arrendamiento operativo*, *leasing* e *alquiler* para encontrar a informação pretendida. Nos casos em que não foi possível encontrar a informação através destas palavras-chave, ou os pdfs não permitiam a pesquisa, os relatórios foram vistos exaustivamente até se encontrar a informação pretendida, se existente.

4.2. Características das Amostras

Neste subcapítulo será apresentada uma breve descrição das características da amostra. Uma vez que no presente estudo as duas amostras serão analisadas separadamente, também esta análise será feita de forma individual, apresentando-se os dados desagregados de cada uma das amostras. Num primeiro ponto aborda-se a distribuição das empresas pelas diversas indústrias identificadas. Num segundo ponto realizar-se-á a análise das estatísticas descritivas referentes à intensidade de utilização das locações operacionais e pagamentos

mínimos/compromissos com as mesmas, nos seis anos do estudo, e úteis para a resposta à H1. Num terceiro ponto, proceder-se-á ao mesmo tipo de análise, mas para as variáveis utilizadas nos modelos destinados a dar resposta a H2A e H2B.

4.2.1. Distribuição das empresas por indústria

Na Tabela 3 identifica-se a distribuição das empresas pelas várias indústrias identificadas. Referir ainda que, a utilização da indústria em alternativa ao setor deve-se ao reduzido número de empresas na amostra. Para efeitos da classificação das indústrias foi utilizado o sistema Industry Classification Benchmark (ICB) constituído por 11 indústrias, das quais 10 se encontram presentes nas amostras, devido a terem sido excluídas as empresas financeiras. A informação sobre a indústria foi recolhida através da plataforma *Refinitiv Workspace*, quando disponível, ou com base na atividade da empresa, nos restantes casos.

Tabela 3 – Distribuição das empresas por indústria

Indústria	Euronext Lisbon		BME Exchange	
	Nº de empresas	%	Nº de empresas	%
Tecnologia	4	13%	0	0%
Telecomunicações	3	10%	3	5%
Cuidados de Saúde	0	0%	6	10%
Imobiliário	1	3%	3	5%
Bens de Consumo Discricionário	6	20%	10	17%
Bens de Consumo Primário	2	7%	6	10%
Indústrias	7	23%	17	29%
Materiais Básicos	5	17%	8	14%
Energia	0	0%	1	2%
Serviços de Utilidade Pública	2	7%	4	7%
	30	100%	58	100%
Nota: % arredondadas. Para mais informação sobre a lista de empresas incluídas na amostra e respetivas indústrias consultar o Anexo 1.				

Da análise da Tabela 3 é possível concluir que a indústria predominante em ambas as amostras é a industrial com um peso de 23% nas empresas cotadas em Portugal e 29% nas cotadas em Espanha. Além disso, destaca-se ainda as empresas de bens de consumo discricionário que têm também um peso elevado em ambas as amostras. Afirmar ainda que, desta análise é possível ainda identificar alguma divergência na distribuição das duas amostras pelos diferentes setores, destacando-se, por exemplo, a diferença de peso entre amostras das indústrias de tecnologia, telecomunicações e cuidados de saúde.

4.2.2. Intensidade de Utilização das Locações

De seguida, na Tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas da amostra de empresas cotadas em Portugal, nomeadamente, a média, mediana, desvio-padrão, mínimo e máximo, no que respeita à intensidade de utilização de locações operacionais e compromissos com locações operacionais para cada um dos anos em análise.

Tabela 4 – Intensidade e compromissos com locações das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* para o período 2013-2018

	Média	Mediana	Desvio - Padrão	Mín	Máx
Intensidade de utilização das locações operacionais:					
2013	0,0620	0,0223	0,1112	0,0001	0,5100
2014	0,0605	0,0201	0,1192	0,0001	0,5652
2015	0,0525	0,0182	0,0949	0,0001	0,4485
2016	0,0494	0,0152	0,0936	0,0001	0,4623
2017	0,0498	0,0149	0,0898	0,0000	0,4390
2018	0,0537	0,0207	0,0919	0,0000	0,4600
Compromissos futuros com locações operacionais (em milhões de euros):					
2013	185,74	9,22	504,36	0,12	2 532,62
2014	196,83	8,06	567,98	0,08	2 923,60
2015	206,72	6,69	528,14	0,14	2 391,48
2016	232,16	5,51	595,28	0,09	2 628,26
2017	238,99	4,99	620,72	0,08	2 828,26
2018	250,79	8,83	660,40	0,06	3 063,58

Da análise da Tabela 4 retira-se que a intensidade média de utilização das locações tendencialmente diminuiu ao longo dos anos, com a exceção de um ligeiro aumento em 2018 face a 2017. Esta diminuição, com exceção dos últimos dois anos, é também visível na mediana. Verifica-se ainda que a mediana apresenta valores abaixo da média. Esta tendência deve-se principalmente ao facto de existirem na amostra empresas com uma intensidade de utilização das locações operacionais bastante alta, o que influencia a média da variável. Esta conclusão encontra-se em linha com o valor considerável registado no desvio-padrão e a diferença significativa registada entre o mínimo e máximo de intensidade registados na amostra. A título de exemplo, para o ano 2013 temos intensidades de utilização das locações operacionais para financiar os ativos que variam desde 0,01%, até 51%. Isto, juntamente com a média baixa nesse mesmo ano, cerca de 6,2%, destaca a inclinação das observações para percentagens de intensidade mais baixas.

Relativamente aos compromissos futuros, a análise é contrária no sentido em que a média dos compromissos aumenta ao longo dos anos. No entanto, a explicação para a diferença entre a média e mediana mantém-se, devendo-se a mesma à existência de empresas com compromissos bastante elevados face à média da amostra. O que é também evidente quando se analisa o desvio-padrão, que tende a ser bastante elevado.

Na Tabela 5 apresenta-se o mesmo tipo de informação que na tabela anterior, mas para a amostra de empresas cotadas em Espanha.

Tabela 5 – Intensidade e compromissos com locações das empresas cotadas na *BME Exchange* para o período 2013-2018

	Média	Mediana	Desvio - Padrão	Mín	Máx
Intensidade de utilização das locações operacionais:					
2013	0,1012	0,0250	0,2695	0,0000	1,8122
2014	0,1020	0,0209	0,2339	0,0000	1,3783
2015	0,0957	0,0186	0,2203	0,0000	1,2266
2016	0,0977	0,0166	0,2373	0,0000	1,3927
2017	0,0980	0,0194	0,2348	0,0000	1,3180
2018	0,1002	0,0192	0,2498	0,0000	1,5752
Compromissos futuros com locações operacionais (em milhões de euros):					
2013	527,59	26,04	1 464,07	0,00	9 335,00
2014	520,11	19,73	1 553,35	0,00	10 197,00
2015	526,46	20,05	1 590,64	0,00	9 631,00
2016	570,42	19,12	1 762,00	0,00	10 460,00
2017	546,63	25,73	1 582,94	0,00	9 099,00
2018	568,27	28,34	1 565,43	0,00	8 664,00

Assim como para a amostra de cotadas em Portugal, também nesta amostra se nota uma diminuição da média de intensidade ao longo dos anos, sendo neste caso menos acentuada do que a verificada para as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Além disso, é já evidente que a intensidade média é superior nas empresas cotadas em Espanha, onde ronda os 10% nos seis anos de análise. A mediana, evidencia igualmente uma diminuição da intensidade de utilização das locações, passando de 2,50% em 2013 para 1,92% em 2018. Verifica-se ainda, que estas medianas encontram-se abaixo das respetivas médias, tal como acontece na amostra anterior, mas de forma mais acentuada. Este valor elevado das médias face às medianas resulta da existência de empresas com intensidades de utilização muito elevadas, o que influencia a média amostral. Por exemplo, na amostra anterior o valor máximo de intensidade registado nos seis anos é de 56%, enquanto que na amostra das cotadas na *BME Exchange*, existe um registo máximo de 181%, o que significa que o total de pagamentos

mínimos futuros é 1.8 vezes superior aos ativos da entidade em causa, indicando uma elevada dependência das locações operacionais. Realça-se ainda que o desvio-padrão ronda em média os 24%, nos seis anos de amostra, valor que se considera elevado.

No que se refere aos compromissos futuros com locações, as conclusões são semelhantes às retiradas sobre a intensidade. No entanto, aqui é possível analisar as características em valor ao invés de em percentagem. Mais uma vez, destaca-se a diferença significativa entre a média e a mediana, e o elevado desvio-padrão.

4.2.3. Principais variáveis explicativas

Após a análise das estatísticas descritivas das variáveis necessárias à resposta a H1, importa realizar a mesma análise para as variáveis utilizadas nos dois modelos de regressão linear. Os resultados dessa análise são apresentados na Tabela 6, Tabela 7 e Tabela 8.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas da amostra de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

	Média	Mediana	Desvio - Padrão	Mín	Máx
Variáveis Dependentes					
LO_INT	0,0547	0,0178	0,0994	0,0000	0,5652
LO_COMP	7,0127	6,9007	1,1263	4,7782	9,4862
Variável Independente					
ENDV	0,7138	0,6865	0,2987	0,0617	2,1395
Variáveis de Controlo					
ROA	0,0300	0,0271	0,1379	-0,6849	1,4133
DIM	8,8284	8,7161	0,7639	7,1830	10,6443
COB_GFIN	7,1544	3,5379	10,3061	-34,9698	54,7482
LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento.					
Número de observações para as 6 variáveis: 180.					

Da análise da Tabela 6, verifica-se que a intensidade de utilização das locações operacionais média das empresas cotadas em Portugal é de, em termos percentuais, cerca de 5%. Este valor é distinto da mediana, que ronda os 1,8%, o que demonstra que a maior parte das observações contém intensidades de utilização abaixo da média. No entanto, analisando o valor máximo presente na amostra podemos verificar que existem empresas na amostra com uma dependência de locações operacionais para financiar os seus ativos, bastante elevada. A

observação das estatísticas referentes aos compromissos futuros permite tirar conclusões semelhantes. Destaca-se que os valores apresentados estão logaritmizados, sendo que os compromissos presentes na amostra são de em média 219 milhões de euros, com um mínimo de cerca de 0,06 milhões de euros e um máximo de 3.064 milhões de euros, evidenciando mais uma vez, a variância de valores associados a locações operacionais presentes na amostra.

Quanto ao endividamento, este apresenta uma média bastante elevada, que representa em termos percentuais cerca de 71%, o que significa que em média 71% dos ativos das empresas da amostra são financiados por terceiros. Da análise relativa às variáveis de controlo, destaca-se o retorno dos ativos que ronda os 3% e apresenta um desvio padrão bastante elevado, mas em linha com a distribuição da amostra, que apresenta mais observações à esquerda, ou seja, valores de ROA mais baixos. A variável dimensão apresentada é também um valor logaritmizado, sendo que, em milhões de euros, a amostra de empresas tem um ativo médio de 3.180 milhões de euros, um mínimo de 15,24 milhões de euros e um máximo de 44.084 milhões de euros. Por último, no que respeita à cobertura de gastos de financiamento, esta variável apresenta um desvio-padrão superior à sua média, o que se deve principalmente à diversidade de valores para esta variável assumidos pelas empresas da amostra. Existindo inclusive empresas com valores negativos, devido à existência de EBITDA's negativos na amostra.

De seguida, importa analisar estas variáveis para as empresas cotadas em Espanha, na *BME Exchange*.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas da amostra de empresas cotadas na *BME Exchange*

	Média	Mediana	Desvio - Padrão	Mín	Máx
Variáveis Dependentes					
LO_INT	0,0991	0,0202	0,2397	0,0000	1,8122
LO_COMP	7,3140	7,3556	1,6460	0,0000	10,0195
Variável Independente					
ENDV	0,7786	0,6257	1,4484	0,1250	21,1693
Variáveis de Controlo					
ROA	0,0290	0,0342	2,2713	-32,2301	27,2760
DIM	9,0898	9,1148	1,0714	6,3969	11,0922
COB_GFIN	21,3790	5,2061	57,9143	-12,3961	593,7672
LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento.					
Número de observações para as 6 variáveis: 348.					

Da observação da Tabela 7, destaca-se o valor máximo elevado presente na amostra, relativo à intensidade de utilização das locações operacionais para o financiamento dos ativos das empresas. Sobre esta variável referir ainda o elevado desvio-padrão, que analisado em conjunto com a média e mediana, permitem concluir, em linha com os dados anteriores, a existência de intensidades muito distintas na amostra e a tendência da amostra para valores de intensidade mais baixos. Quanto aos compromissos com estas locações, as conclusões são idênticas às da intensidade. Em termos não logaritmizados, a amostra apresenta uma média de compromissos de 536 milhões de euros, um mínimo de 0 milhões de euros e um máximo de 10.460 milhões de euros.

No que respeita ao endividamento, a média é elevada, cerca de 78%, com um desvio padrão acima dos 100%, o que se deve à existência de empresas na amostra com valores de endividamento muito elevados. O retorno dos ativos segue a mesma lógica, apresenta uma média baixa, de cerca de 3%, mas um desvio padrão muito elevado, consequente da discrepância de valores existentes na amostra. Por sua vez, o ativo não logaritmizado corresponde em média a 12.535 milhões de euros, com um mínimo de 2,49 milhões de euros e um máximo de 123.641 milhões de euros. Da análise da cobertura de gastos de financiamento, importa referir a diferença significativa existente entre a média e mediana, potenciada pelos valores elevados deste rácio presentes na amostra, conclusão esta em linha com o elevado desvio padrão.

Referir que, a divergência nos resultados das duas amostras evidencia a diversidade existente nas empresas que constituem ambas as amostras, o que sustenta a escolha pela análise das amostras separadamente, ao invés da junção de todas as empresas numa única amostra.

Por último, são apresentados na Tabela 8 os resultados da análise descritiva das variáveis utilizadas no modelo representado pela Equação 2.

Tabela 8 – Estatísticas Descritivas das variáveis do Modelo 2

	Média	Mediana	Desvio - Padrão	Mín	Máx
Empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>					
Variáveis Dependentes					
Diferença de intensidade (2013-2018)	0,0083	0,0005	0,0350	-0,0531	0,1593
Variáveis Independentes					
Endividamento médio	0,7138	0,7029	0,2858	0,7308	1,6962
Nº de observações	30 observações				
Empresas cotadas na <i>BME Exchange</i>					
Variáveis Dependentes					
Diferença intensidade (2013-2018)	0,0010	0,0010	0,0724	-0,3830	0,2370
Variáveis Independentes					
Endividamento médio	0,7786	0,6339	1,0637	0,1988	8,5067
Nº de observações	58 observações				
A diferença de intensidade é medida através de LO_INT' (2013) - LO_INT' (2018). Assim, um valor positivo significa que a intensidade de utilização das locações operacionais diminuiu no período e um valor negativo significa que ocorreu um aumento dessa intensidade.					

É possível verificar que em média, a diferença de intensidade no período em análise para as amostras é positiva, o que sustenta a ideia implícita na H1 a testar, evidenciando que em média terá ocorrido uma diminuição da intensidade de utilização das locações operacionais no período pré-adoção da IFRS 16. Quanto ao endividamento médio, para a amostra de empresas cotadas em Portugal este é em média de 71,38%, com um desvio-padrão de 28,58% e para a amostra de empresas cotadas em Espanha é de em média 77,86%, com um desvio-padrão de 106,37%.

4.2.4. Pressupostos de validação dos modelos

Foram testados os pressupostos de validação dos modelos relativamente à multicolinearidade, a correlação entre as variáveis e à heterocedasticidade.

Para tirar conclusões sobre a existência de multicolinearidade nas variáveis do modelo, teve-se em consideração os valores do VIF (*Variance inflation factor*) reportados nos testes feitos às amostras. Uma vez que, nenhuma das variáveis do modelo registou VIF's superiores a 10, podemos concluir, para ambas as amostras, que não existem problemas de multicolinearidade. Análise complementar a esta é a da correlação entre as variáveis, conforme Tabela 9 e Tabela 10. Uma vez que, as variáveis não seguem, por norma, uma distribuição normal, foram utilizadas as correlações de Spearman, em alternativa às de Pearson.

Tabela 9 - Correlações de Spearman para as variáveis da amostra de cotadas na *Euronext Lisbon*

Correlações de Spearman	LO_INT	LO_COMP	ENDV	ROA	DIM	COB_GFIN
LO_INT	1,000					
LO_COMP		1,000				
ENDV	0,002	-0,125*	1,000			
ROA	0,179**	0,250***	-0,378***	1,000		
DIM	0,102	0,673***	-0,101	0,098	1,000	
COB_GFIN	0,215***	0,337***	-0,510***	0,719***	0,158**	1,000

***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento.

Número de observações para as 6 variáveis: 180.

No que respeita à variável dependente intensidade esta correlaciona-se com significância para metade das variáveis independentes, no entanto a correlação não é elevada para com nenhuma delas. Referir que, era esperada uma correlação positiva significativa entre a intensidade e o endividamento, em linha com Giner e Pardo (2017), o que não acontece. As restantes correlações da intensidade com as variáveis independentes são igualmente positivas. A variável LO_INT aumenta quando o ROA aumenta, contrariamente ao sugerido por Giner e Pardo (2017), mas de acordo com os resultados de Lau (2023). Quanto à cobertura de gastos de financiamento, temos igualmente uma relação positiva, sugerindo que um aumento desta variável está associado a um aumento de LO_INT. Por último, nada se pode concluir relativamente à correlação entre a intensidade de utilização destas locações e a

dimensão da empresa, ao contrário dos resultados de Giner e Pardo (2017) que sugeriam uma relação positiva entre estas variáveis.

Quanto às correlações existentes entre os compromissos futuros com locações operacionais e as variáveis independentes, conclui-se que estes compromissos variam de forma contrária ao endividamento, relação esta inversa à encontrada por Lau (2023). O mesmo autor, encontrou ainda uma relação negativa entre LO_COMP e o ROA, inversamente aos resultados da presente amostra. Assinala-se ainda, a correlação elevada entre os compromissos com locações e a dimensão da empresa, sendo já expectável este comportamento dado que uma maior dimensão está associada a maiores necessidades de financiamento, necessidades estas que podem ser suprimidas pelo uso de locações.

Acrescentar que entre variáveis independentes, as correlações mais elevadas acontecem entre a cobertura de gastos de financiamento e as restantes variáveis. Estas correlações são espectáveis dado as variáveis utilizarem nos seus cálculos, valores comuns. No entanto, não existem correlações entre variáveis independentes acima do limite de 0,75 o que confirma a ausência de multicolinearidade.

O mesmo acontece para a amostra de empresas cotadas em Espanha, que tem as correlações de Spearman representadas na Tabela 10. Ou seja, não existem correlações superiores a 0,75 entre as variáveis independentes, sugerindo ausência de multicolinearidade.

Tabela 10 – Correlações de Spearman para as variáveis da amostra de cotadas na *BME Exchange*

Correlações de Spearman	LO_INT	LO_COMP	ENDV	ROA	DIM	COB_GFIN
LO_INT	1,000					
LO_COMP		1,000				
ENDV	0,239***	0,233***	1,000			
ROA	-0,168***	-0,199***	-0,442***	1,000		
DIM	-0,008	0,822***	0,181***	-0,128**	1,000	
COB_GFIN	-0,127**	-0,047	-0,563***	0,707***	0,028	1,000

***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento.

Número de observações para as 6 variáveis: 348.

Da observação da Tabela 10 conclui-se que a correlação entre as variáveis dependentes e o endividamento é positiva e significativa, para um nível de significância de 1%, em linha com os resultados de Giner e Pardo (2017) e Lau (2023). Além disso, o retorno dos ativos varia de forma inversa às variáveis dependentes. Estes resultados relativamente à variável dependente LO_INT estão de acordo com os encontrados por Giner e Pardo (2017) também para uma amostra de empresas cotadas em Espanha. Temos ainda, uma elevada correlação entre os compromissos e dimensão da empresa, correlação esta estatisticamente significativa, o que faz sentido, uma vez que empresas com um maior ativo tendem a ter compromissos com locações operacionais mais elevados. Na sua maioria, as correlações entre as variáveis dependentes e independentes não são muito elevadas, mas são estatisticamente significativas, com exceção da relação entre LO_INT e DIM e a relação entre LO_COMP e COB_GFIN.

Quando observadas as correlações presentes nas duas amostras, verifica-se que a variável retorno dos ativos e cobertura de gastos de financiamento se comporta de forma contrária nas duas amostras. Por exemplo, para o retorno dos ativos, são encontradas relações positivas para as empresas cotadas em Portugal e negativas para as empresas cotadas em Espanha. Esta divergência nos resultados é consistente com a literatura existente, visto que, Giner e Pardo (2017) encontrou, para uma amostra de empresas cotadas em Espanha, uma relação negativa entre a intensidade e o retorno dos ativos e Lau (2023) encontrou para as mesmas variáveis, mas para uma amostra de empresas cotadas na *London Stock Exchange*, uma relação positiva.

Uma vez que, foram utilizadas variáveis dummy para representar a indústria e o ano da informação financeira, realizou-se complementarmente o cálculo dos coeficientes de correlação de Kendall's Tau, que podem ser consultados no Anexo 2 e 3, e resultam em conclusões semelhantes. Ou seja, apesar de os coeficientes serem diferentes representam relações estatisticamente significativas do mesmo tipo entre as variáveis. Nomeadamente, a variável dependente LO_INT continua a ter relações positivas com as variáveis independentes para a amostra de empresas cotadas em Portugal. Para as empresas cotadas em Espanha, e comparando com as correlações de Spearman, o sinal dos coeficientes de correlação entre a intensidade de utilização das locações e as variáveis independentes mantém-se, com exceção da dimensão, que passa no caso das correlações de Kendall's Tau para um coeficiente positivo, mas não significativo estatisticamente. Quanto à relação entre as variáveis independentes e LO_COMP estas mantêm o sinal apresentado nas correlações

de Spearman. Abordando a relação entre as variáveis dummy e as variáveis dependentes, destaca-se que LO_INT e LO_COMP, para a amostra de cotadas em Portugal, apresenta uma relação positiva e significativa para a indústria de telecomunicações e bens de consumo primário. Para a amostra de cotadas em Espanha, a relação positiva entre a intensidade de utilização das locações operacionais e as variáveis dummy correspondentes à indústria é estatisticamente significativa para as empresas de telecomunicações, de bens de consumo discricionário e industriais. Sugerindo que, estas indústrias estão associadas a uma intensidade de utilização de locações operacionais superior. Estes resultados estão parcialmente em linha com os de outros autores que entre si identificam como setores mais associados ao uso de locações o setor energético, tecnológico, retalhista, hoteleiro e de transportes (ver Fitó et al., 2013; Giner & Pardo, 2017; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Quanto às indústrias negativamente associadas a LO_INT, sobressai-se para a amostra de cotadas em Portugal as empresas imobiliárias e as empresas industriais. Para a amostra de cotadas em Espanha, esta relação negativa existe para as empresas imobiliárias e as empresas de materiais básicos, sugerindo que estas indústrias estão associadas a uma menor intensidade de utilização destas locações. Por último referir que, os resultados obtidos pelos coeficientes de correlação de Kendall's Tau não evidenciam relações que possam causar problemas de colinearidade.

Relativamente à correlação existente entre a variável dependente e independente do modelo 2, representado pela Equação 2, para a amostra de empresas cotadas em Portugal o coeficiente é de 0,150 e para as empresas cotadas em Espanha é de 0,120. Este coeficiente é positivo, sugerindo que quanto maior é o endividamento médio registado, maior a diferença de intensidade no período analisado, em linha com H2B. No entanto, esta relação não é estatisticamente significativa, para ambas as amostras, o que não permite tirar conclusões sobre a veracidade dessa hipótese.

Por último, realizou-se o teste de White às duas amostras para avaliar a presença de heterocedasticidade. Para ambas as amostras o teste de White foi significativo para um nível de significância de 1%, o que evidencia a existência de heterocedasticidade nos modelos. Para ultrapassar este problema, foram utilizados desvios padrões robustos, de forma a minimizar o efeito dos extremos na variância e distribuição dos erros das amostras (ver Hayes & Cai, 2007).

4.3. Resultados

4.3.1. A Intensidade de Utilização das Locações Operacionais

A primeira hipótese que se pretende testar é a H1, que pretende aferir a existência de uma diminuição no uso das locações operacionais entre 2013 e 2018. Como discutido na revisão de literatura e estudado por Lau (2023), as empresas terão incorrido em esforços para diminuir a intensidade com que utilizavam este tipo de locações para financiar os seus ativos, de forma a reduzir o impacto da adoção da nova norma, IFRS 16, nas suas demonstrações financeiras. Para verificar se existem indícios de que o mesmo tenha ocorrido para as empresas cotadas em Portugal, na *Euronext Lisbon*, e em Espanha, na *BME Exchange*, avaliou-se a variação da média e mediana das amostras entre o ano 2013 e 2018. Para isso, utilizou-se o teste *t* para amostras emparelhadas para averiguar sobre diferenças na média e o teste de Wilcoxon para amostras emparelhadas para averiguar a existência de diferença na mediana. Os resultados da Tabela 11 ilustram os resultados obtidos.

Tabela 11 - Diferença na utilização de locações operacionais no período em análise

Intensidade de utilização das locações operacionais			Compromissos futuros com locações operacionais		
	Média	Mediana		Média	Mediana
Cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>					
2013	0,0620	0,0223	2013	7,1080	6,9647
2018	0,0537	0,0207	2018	7,0037	6,9456
Diferença	0,0083 (1,292)	0,0016 (0,453)	Diferença	0,1043 (1,985**)	0,0191 (-1,635**)
Cotadas na <i>BME Exchange</i>					
2013	0,1012	0,0250	2013	7,2496	7,4149
2018	0,1002	0,0192	2018	7,4149	7,4523
Diferença	0,0010 (0,105)	0,0058 (-1,037)	Diferença	-0,1159 (-0,886)	-0,0374 (-0,322)
Valor de χ para o teste de Wilcoxon para amostras emparelhadas entre parênteses.					
Valor de <i>t</i> para o teste <i>t</i> para amostras emparelhadas entre parênteses.					
***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.					
Número de observações para a primeira amostra: 30.					
Número de observações para a segunda amostra: 58.					

De uma maneira geral, para as empresas cotadas em Portugal, verifica-se uma diminuição da intensidade de utilização e dos compromissos futuros com locações operacionais. Sendo que, para a intensidade de utilização das locações, apesar de ser possível observar uma diminuição tanto da sua média como da sua mediana, estas duas diferenças não são estatisticamente

significativas. Assim, não é possível rejeitar a hipótese nula de que as médias e medianas das duas variáveis (2013 e 2018) são iguais. Para a mesma amostra, e relativamente aos compromissos futuros, é possível observar uma diminuição de 2013, ano em que saiu o draft da nova norma, para 2018, ano pré-implementação. Esta diminuição ocorre tanto na média como mediana da amostra e é significativa para um nível de significância de 5%. Apesar destes resultados, que sugerem uma diminuição no uso de locações no período pré-adoção da norma, os mesmos só são significativos para a diferença reportada nos compromissos com locações, o que não permite aceitar H1 para a amostra da *Euronext Lisbon*.

No que respeita às empresas cotadas em Espanha, as conclusões são ligeiramente distintas. Por um lado, é igualmente possível observar uma diminuição na intensidade de utilização das locações de 2013 para 2018, tanto na média como mediana da amostra. Por outro lado, o mesmo não acontece com os compromissos, que aumentam no período em análise. Estes valores por si só, evidenciam que apesar de os compromissos terem aumentado, a dependência de locações para o financiamento de ativos terá diminuído. Esta conclusão, encontra-se em linha com a de Lau (2023) no seu estudo para as empresas cotadas na *London Stock Exchange*. No entanto, ao contrário dos resultados do autor mencionado, que eram estatisticamente significativos para um nível de significância de 5%, o mesmo não acontece na presente amostra. Devido a isso, não é possível concluir que H1 seja verdadeira para as empresas cotadas na *BME Exchange*.

Como discutido na revisão de literatura (ver capítulo 2), vários autores sugerem existir uma maior dependência do uso de locações operacionais em determinados setores/indústrias (ver por exemplo, Fitó et al., 2013; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Paik et al., 2015). Assim, tornou-se relevante para o tema em análise, calcular as diferenças na intensidade e compromissos com locações operacionais observadas em cada uma das indústrias identificadas nas amostras, conforme Tabela 12 e Tabela 13. Antes da análise dos resultados obtidos, importa salientar que se acredita que a falta de significância dos mesmos se deve sobretudo ao baixo número de empresas em cada indústria. Mesmo assim, estes resultados são pertinentes para aferir quais as indústrias que mais utilizam as locações para financiar os seus ativos, e de que forma isso variou de 2013 para 2018.

Tabela 12 – Diferença na utilização de locações operacionais por indústria para as cotadas na *Euronext Lisbon*

	Média			Mediana		
	2013	2018	Diferença	2013	2018	Diferença
Intensidade de Utilização de LO						
Tecnologia	0,0301	0,0269	0,0032	0,0314	0,0241	0,0074
Telecomunicações	0,0479	0,0451	0,0028	0,0424	0,0412	0,0011
Imobiliário	0,0014	0,0007	0,0006	0,0014	0,0007	0,0006
Bens de Consumo Discricionário	0,0459	0,0435	0,0025	0,0223	0,0115	0,0108
Bens de Consumo Primário	0,3352	0,3160	0,0191	0,3352	0,3160	0,0191
Indústrias	0,0564	0,0333	0,0231	0,0068	0,0075	-0,0007
Materiais Básicos	0,0354	0,0284	0,0070	0,0171	0,0257	-0,0086
Serviços de Utilidade Pública	0,0375	0,0496	-0,0122	0,0375	0,0496	-0,0122
Compromissos futuros com LO						
Tecnologia	6,5605	6,3234	0,2371	6,7081	6,3031	0,4051
Telecomunicações	7,5326	7,5423	-0,0097	7,1517	7,1631	-0,0114
Imobiliário	5,0741	4,9490	0,1251	5,0741	4,9490	0,1251
Bens de Consumo Discricionário	6,7321	6,5965	0,1356	6,7765	6,5306	0,2458
Bens de Consumo Primário	9,1736	9,3062	-0,1326	9,1736	9,3062	-0,1326
Indústrias	6,7185	6,4237	0,2948**	6,9220	6,5730	0,349**
Materiais Básicos	7,1614	7,1755	-0,0141	7,4447	7,5291	-0,0844
Serviços de Utilidade Pública	8,8755	9,1036	-0,2282	8,8755	9,1036	-0,2282

Nota: Valores arredondados.

***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Ver Tabela 3 para consultar o número de empresas por indústria.

Da observação dos resultados obtidos para a amostra de empresas cotadas em Portugal conclui-se que, para a generalidade das indústrias ocorreu uma diminuição da intensidade média de utilização das locações operacional, sendo a única exceção encontrada nos serviços de utilidade pública. A análise da mediana permite tirar conclusões semelhantes, no entanto em termos de mediana temos mais duas exceções, as indústrias e a indústria de materiais básicos. Em média, a maior diminuição é registada pelas empresas industriais, cerca de 2,31%, seguida das empresas de bens de consumo primário que tiveram uma diminuição da intensidade de cerca de 1,91%. Além disso, estas últimas, que incluem os grandes

supermercados, são as que registam as maiores intensidades de utilização presentes na amostra, para ambos os períodos, o que se encontra em linha com os estudos dos autores previamente mencionados. Estes autores, apontavam o retalho como um dos setores mais dependentes do uso de locações operacionais e por isso, mais afetados pela nova norma. Assim, e em linha com os resultados obtidos, faz sentido que estas empresas tenham procurado diminuir a intensidade com que utilizavam estas locações, para evitar os efeitos negativos da nova norma nos seus balanços.

Quanto aos compromissos futuros com locações operacionais, as conclusões divergem. Notar que, os compromissos estão logaritmizados, mas baseiam-se em valores brutos e por isso, um aumento não significa necessariamente que as empresas estejam a utilizar mais as locações operacionais. Pode significar que a empresa cresceu e que por isso os seus compromissos aumentaram, juntamente com o seu ativo. Devido a isto, para efeitos da veracidade da H1 é mais útil o uso da intensidade de utilização uma vez que nos permite saber em termos percentuais o peso das locações em relação ao ativo da empresa. No entanto, estudar as variações dos compromissos pode ser interessante por outros motivos. Nomeadamente, permite avaliar quais as indústrias com compromissos mais elevados. Dessa análise verificou-se que a indústria com um maior valor de compromissos é a de bens de consumo primário. Esta indústria é um exemplo do mencionado acima, ou seja, assistimos no período em análise, a um aumento dos compromissos, mas a uma redução da intensidade. Da análise das diferenças, é ainda visível uma redução dos compromissos de 0,23 nas empresas de tecnologia e uma redução significativa dos compromissos nas empresas industriais. A primeira, é particularmente relevante pois as tecnológicas são apontadas como uma indústria bastante impactada pela nova norma (ver Fitó et al., 2013).

Resumindo, assiste-se de uma maneira geral a uma diminuição da intensidade do uso de locações operacionais para as diferentes indústrias presentes na amostra. O mesmo não acontece com os compromissos, porém, e como explicado no parágrafo anterior, estes resultados não significam que não tenha ocorrido uma diminuição do uso deste tipo de locações. Identifica-se ainda como indústrias que mais utilizam esta forma de financiamento as de bens de consumo primário, industriais, bens de consumo discricionário e telecomunicações.

Tabela 13 – Diferença na utilização de locações operacionais por indústria para as cotadas na *BME Exchange*

Intensidade de Utilização de LO	Média			Mediana		
	2013	2018	Diferença	2013	2018	Diferença
Telecomunicações	0,0677	0,0577	0,0100	0,0728	0,0691	0,0036
Cuidados de Saúde	0,0251	0,0457	-0,0206	0,0233	0,0148	0,0085
Imobiliário	0,0096	0,0021	0,0076	0,0032	0,0016	0,0017
Bens de Consumo Discricionário	0,4315	0,4011	0,0304	0,2301	0,2178	0,0130
Bens de Consumo Primário	0,0472	0,1114	-0,0643	0,0154	0,0306	-0,0152
Indústrias	0,0391	0,0312	0,0080	0,0217	0,0221	-0,0005
Materiais Básicos	0,0100	0,0088	0,0012	0,0069	0,0047	0,0022
Energia	0,0390	0,0259	0,0131	0,0390	0,0259	0,0131
Serviços de Utilidade Pública	0,0268	0,0138	0,0130	0,0169	0,0147	0,0022
Compromissos futuros com LO						
Telecomunicações	8,0942	7,8751	0,2191	7,3893	7,4677	-0,0784
Cuidados de Saúde	6,9172	7,0171	-0,0998	6,5839	7,0090	-0,4252
Imobiliário	5,5711	5,1804	0,3906	5,6920	5,3118	0,3802
Bens de Consumo Discricionário	8,3271	8,3283	-0,0012	8,5925	8,5209	0,0716
Bens de Consumo Primário	5,9164	7,2291	-1,3127	6,6532	7,2592	-0,6061
Indústrias	7,4445	7,5457	-0,1012	7,5475	7,9201	-0,3726
Materiais Básicos	6,1770	6,0339	0,1431	6,6534	6,6478	0,0056
Energia	9,3363	9,1976	0,1387	9,3363	9,1976	0,1387
Serviços de Utilidade Pública	8,4743	8,3810	0,0933	8,7400	8,5168	0,2231

Valores arredondados.

Ver Tabela 3 para consultar o número de empresas por indústria.

Do estudo da Tabela 13 que demonstra as variações de intensidade registadas, na amostra de empresas cotadas em Espanha, para cada indústria, conclui-se existir, em regra, uma diminuição da intensidade de utilização de locações operacionais de 2013 para 2018, em linha com H1. Da comparação das médias temos duas exceções a essa regra, a indústria de cuidados de saúde e a indústria de bens de consumo primários. Em termos de mediana, encontrou-se um aumento para as empresas de bens de consumo primários e para as empresas indústrias. Realça-se que as maiores diminuições de intensidade registadas

ocorreram para as empresas de bens de consumo discricionário em 3,04%, e para as empresas de energia e serviços de utilidade pública em 1,31% e 1,30%, respetivamente. É também a indústria de bens de consumo discricionário que reporta um maior nível de dependência destas locações no período em análise registando, por exemplo para o ano de 2018, uma intensidade média de 40,11% e uma mediana de 21,78%. Sendo que, a indústria com maior intensidade que se lhe segue, a indústria de bens de consumo primário, regista, para 2018, uma intensidade média de apenas 11,14% e uma mediana de 3,06%. Resultado este em linha com a literatura que aponta o retalho como um dos setores que mais utiliza locações operacionais (Fitó et al., 2013; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

No que concerne aos compromissos, metade das indústrias registam uma diminuição dos mesmos e metade um aumento. Destas, a maior diminuição ocorre para as empresas imobiliárias e as de telecomunicações. Quanto ao reporte de um valor de compromissos elevado destaca-se as indústrias de telecomunicações, bens de consumo discricionário, energia e serviços de utilidade pública. Sendo que destas quatro, apenas a indústria de bens de consumo discricionário reporta um aumento médio dos compromissos futuros com locações operacionais, as restantes reportam uma diminuição.

Observando as amostras, identificam-se facilmente divergências nos resultados por indústria, tanto em valor como quanto à respetiva indústria. Estes resultados sugerem mais uma vez uma divergência na intensidade de utilização das locações operacionais nas duas amostras recolhidas. Salienta-se, porém, que relativamente à amostra de empresas cotadas em Espanha, o rácio de empresas que divulgaram informações sobre as locações operacionais, e que por isso incluídas no estudo, face ao total de empresas cotadas, é muito mais baixo do que o mesmo rácio para as empresas cotadas em Portugal, o que poderá estar na base de algumas destas divergências.

Para terminar este subcapítulo da análise dos resultados, importa resumir os resultados e a sua discussão. É evidente na análise às amostras como um todo, que existe uma diminuição dos indicadores relacionados com o uso de locações, o que por si evidencia que as empresas poderão ter incorrido em esforços para diminuir a intensidade com que utilizavam as locações para financiar os seus ativos. No entanto, os resultados encontrados não são significativos, o que não permite confirmar H1, que atesta que, em média, a intensidade de utilização das locações operacionais diminuiu, no período de 2013 a 2018. Também os

resultados por indústria indiciam uma diminuição do uso de locações, mas mais uma vez, estes resultados não são estatisticamente significativos. Sublinha-se que a falta de significância não invalida, por si só, que este esforço para reduzir o uso de locações operacionais para evitar as consequências da nova norma tenha ocorrido. Apenas, não é possível, com os dados em apreço, obter resultados significativos. Acredita-se que isto, se relaciona com o baixo número de empresas presentes nas amostras. Relembrando que, Lau (2023) obteve resultados que apontavam para uma diminuição do uso de locações no período de 2011 a 2018, mas para uma amostra de 580 empresas, muito superior às amostras disponíveis no presente estudo. Quanto às empresas com variações mais significativas sobressaem-se nos resultados as empresas industriais, de bens de consumo primários e tecnológicas, para a amostra de empresas cotadas em Portugal e as empresas de bens de consumo discricionário, de telecomunicações, de energia e de serviços de utilidade pública, para as empresas cotadas em Espanha.

4.3.2. Modelos de Regressão Linear

Importa agora, analisar os resultados dos dois modelos de regressão linear desenvolvidos. Esta análise iniciar-se-á pelos resultados do primeiro modelo (Equação 1), apresentados na Tabela 14, para as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. De seguida, procede-se à discussão dos resultados do mesmo modelo, mas para as empresas cotadas na *BME Exchange*, apresentados na Tabela 15. E por último, discutir-se-á os resultados apresentados na Tabela 16, do segundo modelo (Equação 2) para ambas as amostras.

A Tabela 14 e Tabela 15 apresentam duas formas de resultados distintas, uma para o modelo quando a variável dependente é LO_INT e outra complementar que utiliza como variável dependente LO_COMP. Referir que, e como explicado na metodologia, foram utilizadas variáveis dummy para incorporar a informação referente ao ano económico da informação, no entanto, uma vez que os resultados não são significativos para nenhum ano, os mesmos não foram contemplados nas tabelas.

Tabela 14 – Modelo de regressão linear múltipla para a amostra da *Euronext Lisbon*

		Dependente	
		LO_INT	LO_COMP
Constante		0,353*** (0,135)	3,66** (1,522)
ENDV	+	0,082*** (0,015)	0,466*** (0,166)
ROA	-	0,116*** (0,043)	0,407 (0,266)
DIM	+/-	-0,036*** (0,013)	0,478*** (0,140)
COB_GFIN	-	0,002** (0,001)	0,013* (0,007)
IND_10	+/-	-0,115*** (0,032)	-1,618*** (0,327)
IND_15	+/-	-0,067*** (0,025)	-0,973*** (0,265)
IND_35	+/-	-0,162*** (0,043)	-3,125*** (0,461)
IND_40	+/-	-0,090*** (0,029)	-1,496*** (0,287)
IND_45	+/-	0,234*** (0,045)	0,314* (0,160)
IND_50	+/-	-0,092*** (0,018)	-1,912*** (0,270)
IND_55	+/-	-0,075*** (0,020)	-1,275*** (0,226)
Dummy: Ano Económico		Incluídas	Incluídas
R^2		0,722***	0,765***
R^2 ajustado		0,695***	0,742***
N		180	180

***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Desvios padrão de Huber - White em parênteses.

LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento; Variáveis IND_xx, são variáveis dummy que assumem o valor 1 quando a empresa pertence à indústria xx e 0 quando não. Indústrias: 10 - Tecnologia; 15 - Telecomunicações; 35 - Imobiliário; 40 - Bens de Consumo Discricionário; 45 - Bens de Consumo Primário; 50 - Indústrias; 55 - Materiais Básicos.

Começando pela análise da Tabela 14, os resultados do modelo para a variável dependente LO_INT, evidenciam que um aumento do endividamento está associado a um aumento da intensidade de uso das locações operacionais em 0,082. Ao contrário do observado na matriz de correlação, em que a relação era positiva, mas não significativa, os resultados da Tabela 14 sugerem uma relação entre estas duas variáveis, positiva e com um nível significância de 1%, permitindo aceitar H2A para a presente amostra. Estes resultados encontram-se em linha com os obtidos por Giner e Pardo (2017) e Lau (2023) e são coerentes com a ideia de que empresas endividadas recorrem a locações operacionais para alargar a sua capacidade de se financiarem (ver por exemplo, Cornaggia et al., 2013). Salientar que, este instrumento financeiro não se refletia no balanço das empresas, o que permitia às mesma obter mais

financiamento sem alcançar percentagens de financiamento acima das estipuladas nas suas *debt covenants*.

Quanto às variáveis de controlo, a relação encontrada entre o retorno dos ativos (ROA) e LO_INT é positiva e contrária à esperada, no entanto já havia pistas do sinal desta relação na matriz de correlação. Relembra-se que autores como Giner e Pardo (2017) concluíram existir uma relação negativa e significativa entre estas duas variáveis. Porém, Lau (2023) obteve resultados que apontavam para uma relação positiva, tal como a dos resultados apresentados, mas sem significância estatística. Acredita-se que, esta relação positiva encontrada poderá ser explicada pelo facto da capacidade extra de financiamento possibilitada pelo uso das locações permitir um aumento das operações da empresa e consequentemente, um aumento dos resultados da mesma. No que se refere à variável dimensão, esta é significativa, tal como as anteriores, e relaciona-se negativamente com a variável LO_INT. Resultados estes contrários aos da matriz de correlação que apontava para uma relação positiva entre estas duas variáveis. De facto, a intensidade de utilização das locações operacionais é um valor relativo e por isso, não há argumentos que sustentem nem um tipo de relação nem outro. No entanto, sobre estas variáveis, e como já mencionado, Giner e Pardo (2017) concluíram existir um comportamento semelhante, ou seja, um aumento do retorno dos ativos está associado a um aumento da intensidade. Por sua vez a relação com a cobertura de gastos de financiamento é positiva e significativa, mas muito próxima de 0. Quanto às indústrias, todas são relevantes para um nível de significância de 1%, mas destaca-se as empresas de bens de consumo primário que em média, estão associadas a um aumento na intensidade de 0,234, em linha com os resultados anteriormente apresentados no capítulo 4.2.4. Referir ainda que, apesar das outras indústrias terem um coeficiente negativo, para as empresas de telecomunicações (IND_15), bens de consumo discricionário (IND_40), industriais (IND_50) e materiais básicos (IND_55) o mesmo é bastante próximo de 0. Para as restantes, pode afirmar-se que as empresas que pertencem a essa indústria estão associadas a uma menor intensidade de utilização das locações operacionais. Não esquecer que, o número de empresas por indústria é reduzido, o que poderá ter algum impacto nos resultados. Por último, as variáveis analisadas explicam 69,50% da variação da intensidade de utilização das locações operacionais.

Os coeficientes para a variável dependente LO_COMP assumem na sua maioria relações do mesmo tipo que os para a variável LO_INT e por isso, já anteriormente abordadas. Existe,

porém, uma exceção que se reflete na relação entre a dimensão e os compromissos futuros, que é positiva, significativa, e encontra-se de acordo com os indícios já encontrados na matriz de correlação. Este resultado seria expectável, uma vez que, é normal que empresas com uma maior dimensão, tenham valores de compromissos com locações mais elevados. Observou-se ainda que, as variáveis independentes explicam 74,20% da variação dos compromissos com locações operacionais.

Tabela 15 – Modelo de regressão linear múltipla para a amostra da *BME Exchange*

	Sinal esperado	Dependente	
		LO_INT	LO_COMP
Constante		0,389*** (0,137)	-2,450*** (0,660)
ENDV	+	0,008** (0,003)	0,093*** (0,016)
ROA	-	0,002* (0,001)	0,014*** (0,004)
DIM	+/-	-0,036*** (0,013)	1,057*** (0,062)
COB_GFIN	-	0,000 (0,000)	-0,001 (0,001)
IND_15	+/-	0,007 (0,020)	0,615*** (0,126)
IND_20	+/-	-0,037 (0,023)	0,328* (0,182)
IND_35	+/-	-0,098*** (0,028)	-0,824*** (0,244)
IND_40	+/-	0,345*** (0,051)	1,033*** (0,156)
IND_45	+/-	0,005 (0,024)	0,344 (0,232)
IND_50	+/-	-0,026** (0,013)	0,156 (0,122)
IND_55	+/-	-0,054*** (0,016)	-1,043*** (0,253)
IND_60	+/-	0,029*** (0,008)	0,281*** (0,100)
Dummy: Ano Económico		Incluídas	Incluídas
R^2		0,369***	0,661***
R^2 ajustado		0,337***	0,643***
N		348	348

***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Desvios padrão de Huber - White em parênteses.

LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento; Variáveis IND_xx, são variáveis dummy que assumem o valor 1 quando a empresa pertence à indústria xx e 0 quando não. Indústrias: 15 - Telecomunicações; 20 - Cuidados de Saúde; 35 - Imobiliário; 40 - Bens de Consumo Discrecional; 45 - Bens de Consumo Primário; 50 - Indústrias; 55 - Materiais Básicos; 60 - Energia.

Para a amostra das empresas cotadas em Espanha obtiveram-se os resultados apresentados na Tabela 15. Em relação à variável dependente intensidade, verificou-se que esta aumenta quando o endividamento aumenta, aceitando-se H2A, para um nível de significância de 5%. Esta relação é consistente com o coeficiente da matriz de correlação e confirma que,

empresas mais endividadas recorrem mais ao uso de locações operacionais para financiar os seus ativos.

Assim como para a amostra anterior, o retorno dos ativos comporta-se de forma contrária ao esperado, mas assume um valor muito próximo de 0. Este resultado é também contrário ao obtido através dos coeficientes de correlação de Spearman, em que se observava existir uma relação negativa e significativa entre estas variáveis, em linha com Giner e Pardo (2017). Não obstante, este resultado pode ser explicado por um possível equilíbrio existente entre um menor valor de ativo, consequência do uso de locações, como alternativa à aquisição, e um maior resultado líquido pelo aumento da capacidade produtiva permitido pelo uso de locações. Para a mesma variável dependente, a dimensão apresenta um coeficiente negativo para uma significância de 1% e a cobertura de gastos de financiamento apresenta um coeficiente muito próximo de 0, mas não significativo. No que concerne às indústrias, existem duas indústrias com uma relação positiva e significativa para um nível de significância de 1% com LO_INT. São estas as indústrias de bens de consumo discricionário e energia, que em média estão associadas a uma intensidade mais alta em 0,345 e 0,029, respetivamente. Existem ainda três indústrias associadas, com significância estatística, a uma intensidade inferior, nomeadamente as indústrias de imobiliário, de indústrias e de materiais básicos. Mencionar que, o poder explicativo do modelo é de 33,70% para uma amostra de 348 observações.

Para o mesmo modelo e amostra, mas utilizando a variável dependente LO_COMP, os resultados e conclusões retiradas são semelhantes. No entanto, neste caso os compromissos com locações operacionais aumentam quando a dimensão da empresa aumenta e a indústria 20 é acrescentada à lista de indústrias relacionadas com um aumento da utilização das locações operacionais. Quanto ao modelo criado, as suas variáveis independentes explicam em 64,30% a variação da variável compromissos futuros com locações operacionais.

Para fechar os resultados referentes ao modelo representado pela Equação 1, importa assinalar que apesar das observações da amostra para as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* ser inferior, os resultados do modelo para a mesma, demonstraram maiores níveis de significância e um maior poder explicativo. Em termos de coeficientes, o sinal dos mesmos para as variáveis independentes, é semelhante para as duas amostras, o que valida os resultados obtidos. No entanto, existem duas exceções, a variável cobertura de gastos e as

variáveis dummy das indústrias, que se comportam de forma distinta nas duas amostras. A cobertura de gastos de financiamento, para a variável LO_COMP apresenta um coeficiente positivo para a amostra de cotadas em Portugal e negativo para as cotadas em Espanha, no entanto, ambos os valores estão muito próximos de 0. Quanto às indústrias, foram identificadas na amostra da *BME Exchange* um número mais elevado de indústrias com impacto positivo na utilização de locações operacionais.

Referir ainda, que se encontrou alguma divergência no sinal dos coeficientes apresentado pelo modelo face às respetivas matrizes de correlação. Porém, deve ter-se em consideração que estes dois elementos medem coisas distintas. Enquanto os coeficientes de correlação indicam a relação linear entre as variáveis e a sua direção, o modelo mede a forma como é esperado que a variável dependente mude por cada unidade de mudança da variável independente.

Por último, e antes de fechar este capítulo de resultados, falta analisar e discutir a relação existente entre o endividamento e a diferença de intensidade reportada pelas empresas no período de análise, de forma a responder a H2B. Para isso, utilizou-se a Equação 2, apresentada na metodologia e com base na qual se obtiveram os resultados da Tabela 16.

Tabela 16 – Modelo de Regressão Linear para as diferenças de intensidade

		Amostra	
	Sinal esperado	<i>Euronext Lisbon</i>	<i>BME Exchange</i>
Variáveis Dependentes			
Diferença de intensidade (2013-2018)			
Constante		-0,047* (0,027)	-0,068** (0,031)
Variáveis Independentes			
Endividamento médio	+	0,055 (0,040)	0,050* (0,027)
Dummy diferença	+/-	0,028*** (0,008)	0,059*** (0,019)
R^2		0,432***	0,202***
R^2 ajustado		0,390***	0,172**
N		30	56

***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Desvios padrão de Huber - White em parênteses.

A diferença de intensidade é medida através de LO_INT (2013) - LO_INT (2018). Assim, um valor positivo significa que a intensidade de utilização das locações operacionais diminuiu no período e um valor negativo significa que ocorreu um aumento dessa intensidade.

Dummy diferença: assume o valor 1, para as empresas com uma diminuição da intensidade no período, e 0 para as restantes.

Como é possível observar na Tabela 16, a relação entre o endividamento e a diferença de intensidade no período 2013 – 2018 é positiva. Isto indicia que quanto maior o endividamento de uma empresa, maior a diferença de intensidade registada, conforme H2B. Para a amostra da *Euronext Lisbon*, estes resultados são inconclusivos pois não são estatisticamente significativos. Para a amostra da *BME Exchange*, os resultados são significativos para um nível de significância de 10%, permitindo aceitar H2B. Noutra perspetiva, da análise do coeficiente associado à variável dummy, é possível concluir que em média a diferença de intensidade é superior para as empresas que registaram uma diminuição da intensidade no período em análise. Estas duas conclusões juntas, poderão sugerir que as empresas com maior endividamento registam uma maior diminuição da intensidade de utilização das locações no período. O que significa que, as empresas com endividamento elevado terão feito um esforço para reduzir a intensidade com que utilizam esta forma de financiamento, para evitar o incumprimento de *debt covenants* aquando da adoção da IFRS 16, conforme Lau (2023).

Para complementar esta conclusão, realizou-se uma análise adicional à relação entre o endividamento elevado e a diferença de intensidade registada no período. Nesse sentido, estudou-se qual as percentagens de empresas, com endividamento acima da média, registaram uma diminuição da intensidade de utilização das locações operacionais no período, conforme Anexo 4. Concluiu-se que, para a amostra de empresas cotadas em Portugal, 71,43% das empresas com um endividamento acima da média amostral, registaram diminuições da intensidade de utilização das locações operacionais e para a amostra de empresas cotadas em Espanha, este fenómeno ocorreu para 61,54% das empresas. Estes resultados estão em linha com os anteriores, sugerindo um esforço por reduzir a utilização de locações operacionais, por parte dos gestores das empresas com maior endividamento.

4.3.3. Robustez dos Modelos

Neste tipo de investigação, é sempre relevante verificar se os modelos são robustos com o objetivo de conferir mais segurança aos resultados apresentados. É nesse sentido, que se optou por aplicar, adicionalmente, os métodos a outra variável indicadora da utilização das locações operacionais, que não somente a intensidade de utilização das locações operacionais. Assim, os resultados foram igualmente apresentados para a variável compromissos futuros com locações operacionais.

Como foi possível verificar ao longo do capítulo 4, os resultados utilizando a variável LO_COMP foram em grande parte semelhantes, sendo inclusive estatisticamente mais significativos em alguns aspetos comparativamente com os resultados referentes a LO_INT. Esta conformidade encontrada nos resultados, permite-nos concluir positivamente quanto à robustez dos modelos.

5. Conclusão

5.1. Principais conclusões

A adoção da IFRS 16, a 1 de janeiro de 2019, obrigou ao reconhecimento no balanço das locações operacionais, que até ao momento eram mantidas como financiamento fora do balanço. Vários autores sugerem que as empresas terão utilizado estratégias para reduzir o impacto deste reconhecimento nos seus balanços (Fitó et al., 2013; Kusano et al., 2016; Lau, 2023). Neste sentido, o presente estudo teve como principal objetivo investigar se na iminência da adoção da nova norma, as empresas reduziram a intensidade com que utilizavam as locações operacionais, para evitar potenciais impactos da mesma, tais como impactos nos seus rácios financeiros e impactos no cumprimento das *debt covenants*. Para isso, recorreram-se a duas amostras de empresas, uma constituída por empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e outra por empresas cotadas na *BME Exchange*. Dada a especificidade dos dados necessários, apenas foram incluídas nas amostras empresas que divulgavam os seus compromissos com locações operacionais.

Os resultados da análise das diferenças de intensidade registadas sugerem ter ocorrido uma diminuição da intensidade de utilização destas locações, para ambas as amostras, no período em análise, evidenciando um possível esforço pela redução do uso deste instrumento de financiamento. No entanto, a falta de significância estatística dos resultados obtidos não permite retirar conclusões. Relativamente a estas reduções de intensidade identificaram-se como empresas associadas a uma redução da intensidade de uso destas locações as empresas industriais, de tecnologia e de bens de consumo discricionário, para a amostra de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, e as empresas de bens de consumo discricionário, de energia e de serviços de utilidade pública, para a amostra de empresas cotadas na *BME Exchange*.

Ao nível dos compromissos com locações, os resultados divergiram, tendo ocorrido uma redução dos compromissos significativa para as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e um aumento para as cotadas na *BME Exchange*. Porém, lembrar que um aumento dos compromissos com locações não significa necessariamente que as empresas estejam a utilizar mais locações, uma vez que esta é uma medida absoluta que não tem em consideração a dimensão da empresa.

No presente estudo analisou-se ainda a relação de dependência existente entre a intensidade de utilização das locações operacionais e o endividamento das empresas. Esta relação foi positiva e significativa para ambas as amostras, sugerindo que empresas com um maior nível de endividamento utilizam as locações operacionais mais intensamente, em linha com o já identificado por alguns autores (ver Giner & Pardo, 2017; Lau, 2023). Foram ainda identificadas as indústrias significativamente associadas a um aumento da intensidade de utilização das locações, nomeadamente as empresas de bens de consumo primário, para a amostra de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, e as empresas de bens de consumo discricionário e de energia, para a amostra de empresas cotadas na *BME Exchange*. Estes resultados são coerentes com os de Fitó et al. (2013) e Morales-Díaz e Zamora-Ramírez (2018), que identificaram o setor energético e o setor do retalho como setores com uma maior utilização desta forma de financiamento.

Por último, os resultados sugeriram que a diferença de intensidade de utilização das locações operacionais, no período analisado, se relaciona positivamente com o endividamento médio das empresas. Indicando que, um maior endividamento médio no período está associado a uma maior variação da intensidade nesse mesmo período. Além disso, os resultados sugerem que as empresas que diminuíram a intensidade de utilização de locações operacionais no período, estão significativamente associadas a uma maior diferença de intensidade. Isto sugere que de todas as diferenças de intensidade registadas entre 2013 e 2018, as maiores são diminuições.

Concluindo, os resultados apontam para a ocorrência de uma gestão da utilização das locações operacionais, de forma a reduzir as consequências do reconhecimento destas locações. Este comportamento é consistente com a “hipótese das *debt covenants*” da Teoria Positiva da Contabilidade (Watts & Zimmerman, 1990), anteriormente referida, e com as conclusões do estudo de Lau (2023). No entanto, importa referir que existem empresas e setores que pelas suas especificidades não têm outra opção que não a utilização deste instrumento de dívida, como é o caso, por exemplo, de empresas que têm arrendadas as suas instalações.

5.2. Contributos do estudo

Os estudos existentes sobre a IFRS 16 abordam diferentes perspetivas do impacto económico do reconhecimento no balanço das locações operacionais. Na sua maioria, os

estudos sobre esta temática contribuem no sentido de prever e estudar os impactos da norma nas demonstrações financeiras e rácios das empresas (ver por exemplo, Cornaggia et al., 2013; Giner et al., 2019; Górowski et al., 2022; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Além destes, existem estudos como o de Giner e Pardo (2018) que abordam o impacto da nova norma no mercado de valores mobiliários, e estudos como o de Lau (2023) que trata as repercussões da IFRS 16 na utilização das locações operacionais. O presente estudo, enquadra-se no âmbito deste último, uma vez que deseja contribuir para a literatura existente sobre o impacto económico de uma nova norma no comportamento das empresas e na sua escolha de forma de financiamento. Sugerindo que as empresas incorreram em esforços para reduzir o uso de locações operacionais no período pré-adoção da IFRS 16, o presente estudo vem sinalizar que a implementação de uma nova norma poderá impactar a forma como as empresas gerem o seu negócio, nomeadamente, a forma como escolhem financiar-se.

5.3. Limitações e sugestões de pesquisa futura

O presente estudo apresenta algumas limitações relacionadas com a reduzida amostra e a ausência de divulgação encontrada nos relatórios relativamente às locações operacionais. Como explicado no capítulo da metodologia, optou-se por utilizar como referência as empresas cotadas em bolsa, uma vez que estas são obrigadas a adotar as IFRS's e a divulgar publicamente a sua informação financeira. Esta escolha por si só, reduziu a primeira amostra a 45 empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e a segunda amostra a 111 empresas cotadas na *BME Exchange*. Porém, a necessidade de informação sobre os compromissos futuros com locações operacionais tornou imperativo utilizar apenas as empresas que divulgavam ter compromissos ou não os ter, uma vez que sobre aquelas que nada diziam não seria possível retirar conclusões. Assim, e dado o elevado número empresas com ausência de divulgação, os resultados foram elaborados com base num total de 30 empresas para a primeira amostra e 58 para a segunda, o que poderá estar na origem da falta de significância encontrada em alguns resultados.

Assim, uma primeira sugestão de pesquisa futura relaciona-se com a replicação deste estudo, mas para um maior número de empresas. Sugere-se por exemplo medir a intensidade de utilização das locações operacionais de outra forma, ou utilizar outros critérios na definição da amostra. Noutra vertente, referir que tendo o uso das locações operacionais pelos locatários diminuído nos anos pré-adoção da IFRS 16, seria de esperar uma redução da

receita dos locadores, impacto este que também seria relevante analisar. Por último, seria também pertinente estudar os efeitos que o reconhecimento no balanço de praticamente todas as locações tem e terá na atratividade desta forma de financiamento.

Referências Bibliográficas

- Beattie, V., Goodacre, A., & Thomson, S. (2000). Operating leases and the assessment of lease-debt substitutability. *Journal of Banking & Finance*, 24(3), 427-470. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00045-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00045-X)
- Bordeman, A., & Demerjian, P. (2022). Do borrowers intentionally avoid covenant violations? A reexamination of the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 60(5), 1741-1774. <https://doi.org/10.1111/1475-679x.12456>
- Chung, H. J. (2022). The effects of new accounting standards on firm value: The k-ifs 1116 lease. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), Article 68. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030068>
- Cornaggia, K. J., Franzen, L. A., & Simin, T. T. (2013). Bringing leased assets onto the balance sheet. *Journal of Corporate Finance*, 22, 345-360. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.06.007>
- Devos, E., & Li, H. (2021). Do firms lease to hedge? Ceo risk-taking and operating lease intensity. *European Financial Management*, 27(3), 426-459. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/eufm.12282>
- Devos, E., & Rahman, S. (2014). Location and lease intensity. *Journal of Corporate Finance*, 29, 20-36. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.005>
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00083>
- Duke, J. C., Hsieh, S. J., & Su, Y. (2009). Operating and synthetic leases: Exploiting financial benefits in the post-enron era. *Advances in Accounting*, 25(1), 28-39. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.adiac.2009.03.001>
- Fitó, M. À., Moya, S., & Orgaz, N. (2013). Considering the effects of operating lease capitalization on key financial ratios. . *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42(159), 341-369. <https://doi.org/10.1080/02102412.2013.10779750>

- Giner, B., Merello, P., & Pardo, F. (2019). Assessing the impact of operating lease capitalization with dynamic monte carlo simulation. *Journal of Business Research*, 101, 836-845. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.11.049>
- Giner, B., & Pardo, F. (2017). Operating lease decision and the impact of capitalization in a bank-oriented country. *Applied Economics*, 49(19), 1886-1900. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1229416>
- Giner, B., & Pardo, F. (2018). The value relevance of operating lease liabilities: Economic effects of ifrs 16. *Australian Accounting Review*, 28(4), 496-511. <https://doi.org/10.1111/auar.12233>
- Górowski, I., Kurek, B., & Szarucki, M. (2022). The impact of a new accounting standard on assets, liabilities and leverage of companies: Evidence from energy industry. *Energies*, 15(4), 1293. <https://doi.org/10.3390/en15041293>
- Graham, J. R., Lemmon, M. L., & Schallheim, J. S. (1998). Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status. *Journal of Finance*, 53(1), 131-162. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.55404>
- Hayes, A. F., & Cai, L. (2007). Using heteroskedasticity-consistent standard error estimators in ols regression: An introduction and software implementation. *Behavior Research Methods*, 39(4), 709-722. <https://doi.org/10.3758/BF03192961>
- Kusano, M., Sakuma, Y., & Tsunogaya, N. (2016). Economic consequences of changes in the lease accounting standard: Evidence from japan. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(1), 73-88. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcae.2016.02.005>
- Lau, C. K. (2023). The economic consequences of ifrs 16 adoption: The role of gearing restriction in debt covenants. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(3), 464-482. <https://doi.org/10.1108/jaar-08-2021-0208>
- Llopis, R. M., Díaz Becerra, O. A., Capuñay Vásquez, J. C., & Casinelli, H. (2014). El proceso de convergencia con las normas internacionales de información financiera en españa,

- perú y argentina. *Contabilidad y Negocios*, 9(18), 5-5-26.
<https://doi.org/10.18800/contabilidad.201402.001>
- Magli, F., Nobolo, A., & Ogliari, M. (2018). The effects on financial leverage and performance: The ifrs 16. *International Business Research*, 11(8), 76-89.
<https://doi.org/https://doi.org/10.5539/ibr.v11n8p76>
- Morales-Díaz, J., & Zamora-Ramírez, C. (2018). The impact of ifrs 16 on key financial ratios: A new methodological approach. *Accounting in Europe*, 15(1), 105-133.
<https://doi.org/10.1080/17449480.2018.1433307>
- Paik, D. G. H., Smith, J. A. V., Lee, B. B., & Yoon, S. W. (2015). The relation between accounting information in debt covenants and operating leases. *Accounting Horizons*, 29(4), 969-996. <https://doi.org/10.2308/acch-51214>
- Stancheva-Todorova, E., & Velinova-Sokolova, N. (2019). Ifrs 16 leases and its impact on company's financial reporting, financial ratios and performance metrics. *Economic Alternatives*, 1(2019), 44-62.
- Tarca, A. (2020). The iasb and comparability of international financial reporting: Research evidence and implications. *Australian Accounting Review*, 30(4), 231-242.
<https://doi.org/10.1111/auar.12326>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156. <http://www.jstor.org/stable/247880>
- Zamora-Ramirez, C., & Morales-Diaz, J. (2018). Effects of ifrs 16 on key financial ratios of spanish companies. *Studies of Applied Economics*, 36(2), 385-405.
<https://doi.org/https://doi.org/10.25115/eca.v36i2.2536>

Outras Referências

- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) (2017). EFRAG's Letter to the European Commission Regarding Endorsement of IFRS 16 Leases.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2003). IAS 17 – Leases.

International Accounting Standards Board (IASB) (2009). Discussion Paper DP/2009/1 Leases Preliminary Views.

International Accounting Standards Board (IASB) (2010). Exposure Draft ED/2010/9 Leases.

International Accounting Standards Board (IASB) (2013). Exposure Draft ED/2013/6 Leases.

International Accounting Standards Board (IASB) (2016). IFRS 16 – Leases.

Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade. (2002). Jornal Oficial das Comunidades Europeias L 243, 1-4. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2002/1606/oj>

Websites Consultados

<https://live.euronext.com/pt/markets/lisbon> - consultado entre março e abril de 2023

<https://www.cmvm.pt> - consultado entre março e abril de 2023

<https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange> - consultado entre março e abril de 2023

<https://www.cnmv.es> - consultado entre março e abril de 2023

Anexos

Anexo 1 – Amostra final e respetivas indústrias

	ICB	Indústria
<u>Euronext Lisbon</u>		
ALTRI, SGPS	55	Materiais Básicos
COFINA	40	Bens de Consumo Discricionário
COMPTA	10	Tecnologia
CTT	50	Indústrias
EDP	65	Serviços de Utilidade Pública
EDP RENOVÁVEIS	65	Serviços de Utilidade Pública
ESTORIL SOL	40	Bens de Consumo Discricionário
GLINTT	10	Tecnologia
IMPRESA	40	Bens de Consumo Discricionário
INAPA	55	Materiais Básicos
JERÓNIMO MARTINS	45	Bens de Consumo Primário
LISGRAFICA	50	Indústrias
MARTIFER	50	Indústrias
MEDIA CAPITAL	15	Telecomunicações
MOTA ENGIL	50	Indústrias
NOS	15	Telecomunicações
NOVA BASE	10	Tecnologia
RAMADA	55	Materiais Básicos
REDITUS	10	Tecnologia
SAG GEST	40	Bens de Consumo Discricionário
SEMAPA	55	Materiais Básicos
SONAE SGPS	45	Bens de Consumo Primário
SONAE CAPITAL	50	Indústrias
SONAE COM	15	Telecomunicações
SONAE INDUSTRIA	50	Indústrias
SONAGI	35	Imobiliário
TEIXEIRA DUARTE	50	Indústrias
THE NAVIGATOR COMPANY	55	Materiais Básicos
TOYOTA	40	Bens de Consumo Discricionário
VAA VISTA ALEGRE	40	Bens de Consumo Discricionário
<u>BME Exchange</u>		
ACS, ACTIVIDADES DE CONST. Y SERVICIOS S.A.	50	Indústrias
AENA, S.M.E., S.A.	50	Indústrias
AIRBUS SE	50	Indústrias
ALMIRALL, S.A.	20	Cuidados de Saúde
AMPER, S.A.	15	Telecomunicações
AMREST HOLDING, S.E.	40	Bens de Consumo Discricionário
APERAM, SOCIETE ANONYME	55	Materiais Básicos

APPLUS SERVIVES, S.A.	50	Indústrias
ARCELORMITTAL, S.A.	55	Materiais Básicos
AUDAX RENOVABLES, S.A.	65	Serviços de Utilidade Pública
AZKOYEN S.A.	50	Indústrias
BODEGAS RIOJANAS, S.A.	45	Bens de Consumo Primário
CIE AUTOMATIVE, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
CLINICA BAVIERA, S.A.	20	Cuidados de Saúde
CONSTRUCC. Y AUX. DE FERROCARRILES, S.A.	50	Indústrias
DESA	50	Indústrias
DIA - DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENT. S.A.	45	Bens de Consumo Primário
EBRO FOODS, S.A.	45	Bens de Consumo Primário
ELECNOR, S.A.	50	Indústrias
ENCE ENERGIA Y CELULOSA, S.A.	55	Materiais Básicos
ENDESA, SOCIEDAD ANONIMA	65	Serviços de Utilidade Pública
ERCROS, S.A.	55	Materiais Básicos
FAES FARMA, S.A.	20	Cuidados de Saúde
FERROVIAL, S.A.	50	Indústrias
FLUIDRA, S.A.	50	Indústrias
FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS, S.A.	50	Indústrias
GESTAMP AUTOMOCION, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
GRIFOLS, S.A.	20	Cuidados de Saúde
GRUPO EZENTIS, S.A.	15	Telecomunicações
IBERDROLA, S.A.	65	Serviços de Utilidade Pública
INNOVATIVE SOLUTIONS ECOSYSTEM, S.A.	50	Indústrias
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
LABORATORIO REIG JOFRE, S.A.	45	Bens de Consumo Primário
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.	20	Cuidados de Saúde
LINGOTES ESPECIALES, S.A.	55	Materiais Básicos
MEDIA SET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S.A.	55	Materiais Básicos
MONTEBALITO, S.A.	35	Imobiliário
NATURGY ENERGY GROUP, S.A.	65	Serviços de Utilidade Pública
NATURHOUSE HEALTH, S.A.	45	Bens de Consumo Primário
NH HOTEL GROUP, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
NUEVA EXPRESION TEXTIL, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
NYESA VALORES CORPORACION, S.A.	35	Imobiliário
PRIM, S.A.	20	Cuidados de Saúde
PROMOTORA DE INFORMACIONES, S.A.	40	Bens de Consumo Discricionário
PROSEGUR, CIA. DE SEGURIDAD, S.A.	50	Indústrias
RENTA CORPORATION REAL ESTATE, S.A.	35	Imobiliário

REPSOL, S.A.	60	Energia
TALGO, S.A.	50	Indústrias
TECNICAS REUNIDAS, S.A.	50	Indústrias
TELEFONICA, S.A.	15	Telecomunicações
TUBACEX, S.A.	55	Materiais Básicos
TUBOS REUNIDOS, S.A.	55	Materiais Básicos
VISCOFAN, S.A.	45	Bens de Consumo Primário
URBAR IGENIEROS	50	Indústrias
LIWE ESPAÑA	40	Bens de Consumo Discricionário
CEMENTOS MOLINS	50	Indústrias

Anexo 2 – Correlações de Kendall's Tau para a amostra da *Euronext Lisbon*

Correlações de Kendall's Tau	LO_INT	LO_COMP	ENDV	ROA	DIM	COB_G FIN	IND_10	IND_15	IND_35
LO_INT	1.000								
LO_COMP		1.000							
ENDV	0.017	-0.092	1.000						
ROA	0,130***	0,181***	-0,270***	1.000					
DIM	0.063	0,507***	-0.066	0.067	1.000				
COB_GFIN	0,150***	0,240***	-0,361***	0,557***	0,100**	1.000			
IND_10	0.012	-0,242***	0.019	-0,156**	-0,339***	-0,193***	1.000		
IND_15	0,112*	0,174***	-0,195***	0,143**	0.091	0,245**	-0,131*	1.000	
IND_35	-0,229***	-0,250***	-0,237***	0,230***	-0,216***	-0,219***	-0.073	-0.062	1.000
IND_40	-0.006	-0,142**	0.058	-0,137**	-0,293***	-0.039	-0,196***	-0,167**	-0.093
IND_45	0,344***	0,342***	-0.050	0,185***	0,303***	0,230***	-0.105	-0.089	-0.050
IND_50	-0,258***	-0,173***	0,320***	-0,235***	0.061	-0,291***	-0,216***	-0,184**	-0.102
IND_55	-0.024	0,110*	-0.080	0,226***	0,146**	0,134**	-0,175**	-0,149**	-0.083
2013	0.038	0.048	0.011	-0.019	0.016	-0.079	0.000	0.000	0.000
2014	0.014	0.020	0.013	-0.064	0.012	-0.054	0.000	0.000	0.000
2015	-0.010	-0.005	0.016	-0.041	0.007	-0.023	0.000	0.000	0.000
2016	-0.037	-0.033	-0.023	0.022	-0.004	0.017	0.000	0.000	0.000
2017	-0.020	-0.034	-0.006	0.027	-0.013	0.054	0.000	0.000	0.000

Correlações de Kendall's Tau	IND_40	IND_45	IND_50	IND_55	2013	2014	2015	2016	2017
LO_INT									
LO_COMP									
ENDV									
ROA									
DIM									
COB_GFIN									
IND_10									
IND_15									
IND_35									
IND_40	1.000								
IND_45	-0.134	1.000							
IND_50	-0,276***	-0,147**	1.000						
IND_55	-0,224***	-0.120	-0,247***	1.000					
2013	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000				
2014	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.200***	1.000			
2015	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.200***	-0.200***	1.000		
2016	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.200***	-0.200***	-0.200***	1.000	
2017	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.200***	-0.200***	-0.200***	-0.200***	1.000

Notas: ***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/ Ativo; LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento; IND_10: Tecnologia; IND_15: Telecomunicações; IND_35: Imobiliário; IND_40: Bens de Consumo Discricionário; IND_45: Bens de Consumo Primário; IND_50: Indústrias; IND_55: Materiais Básicos

Total de observações na amostra:180

Anexo 3 – Correlações de Kendall's Tau para a amostra da *BME Exchange*

Correlações de Kendall's Tau	LO_INT	LO_COMP	ENDV	ROA	DIM	COB_GFIN	IND_15	IND_20	IND_35
LO_INT	1.000								
LO_COMP		1.000							
ENDV	0,162***	0,159***	1.000						
ROA	-0,117***	-0,140***	-0,322***	1.000					
DIM	0.001	0,621***	0,123***	-0,096***	1.000				
COB_GFIN	-0,088**	-0.039	-0,408***	0,578***	0.019	1.000			
IND_15	0,142***	0.059	0,215***	-0,112**	0.007	-0,133***	1.000		
IND_20	-0.022	-0,120***	-0,273***	0,239***	-0,116***	0,270***	-0.079	1.000	
IND_35	-0,233***	-0,272***	0.012	0.055	-0,210***	-0,240***	-0.055	-0.079	1.000
IND_40	0,349***	0,247***	0.068	-0.036	0.044	-0.029	-0,107**	-0,155***	-0,107**
IND_45	0.044	-0,079*	-0,168***	0,154***	-0,124***	0,208***	-0.079	-0,115**	-0.079
IND_50	0.004	0.023	0,258***	-0,148***	0,076*	-0,133***	-0,150***	-0,219***	-0,150***
IND_55	-0,308***	-0,173***	-0,170***	-0.015	-0.021	0.027	-0,093*	-0,136**	-0,093*
IND_60	0.034	0,161***	-0,086*	-0.049	0,158***	0.046	-0.031	-0.045	-0.031
2013	0.014	-0.003	0.040	-0,136***	-0.011	-0,096**	0.000	0.000	0.000
2014	0.011	-0.001	0.006	0.006	-0.011	-0.068	0.000	0.000	0.000
2015	-0.007	-0.008	0.002	0.024	-0.009	-0.018	0.000	0.000	0.000
2016	-0.014	-0.007	-0.011	0.040	0.004	0.053	0.000	0.000	0.000
2017	-0.009	0.003	-0.013	0.047	0.009	0.055	0.000	0.000	0.000

Correlações de Kendall's Tau	IND_40	IND_45	IND_50	IND_55	IND_60	2013	2014	2015	2016	2017
LO_INT										
LO_COMP										
ENDV										
ROA										
DIM										
COB_GFIN										
IND_15										
IND_20										
IND_35										
IND_40	1.000									
IND_45	-0,155***	1.000								
IND_50	-0,294***	-0,219***	1.000							
IND_55	-0,183***	-0,136**	-0,258***	1.000						
IND_60	-0.060	-0.045	-0.085	-0.053	1.000					
2013	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000				
2014	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0,200***	1.000			
2015	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0,200***	-0,200***	1.000		
2016	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0,200***	-0,200***	-0,200***	1.000	
2017	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0,200***	-0,200***	-0,200***	-0,200***	1.000

Notas: ***, ** e * para uma significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

LO_INT (Intensidade de utilização das locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros/ Ativo;
 LO_COMP (Compromissos futuros com locações operacionais): Pagamentos mínimos futuros
 logaritmizados; ENDV (Endividamento): Passivo/Ativo; ROA (Rentabilidade do Ativo): Resultado
 Líquido do Período/ Ativo; DIM (Dimensão): Ativo logaritmizado; COB_GFIN (Cobertura dos
 gastos de financiamento): EBITDA/Gastos de Financiamento; IND_15: Telecomunicações;

IND_20: Cuidados de Saúde; IND_35: Imobiliário; IND_40: Bens de Consumo Discricionário; IND_45: Bens de Consumo Primário; IND_50: Indústrias; IND_55: Materiais Básicos; IND_60: Energia

Total de observações na amostra: 348.

Anexo 4 – Relação entre o endividamento médio e a diferença de intensidade

	Amostra	
	<i>Euronext Lisbon</i>	<i>BME Exchange</i>
Nº total de empresas	30	58
Empresas com endividamento acima da média	14	13
Empresas com endividamento acima da média e que registaram uma diminuição de intensidade	10	8
% de empresas com endividamento acima da média que registaram uma diminuição de intensidade	71.43%	61.54%

Nota: Onde se lê “diminuição de intensidade” refere-se a uma diminuição da intensidade de utilização das locações operacionais no período 2013 – 2018.