



João Carlos Martins dos Santos

“Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal”

Coimbra, outubro de 2025



João Carlos Martins dos Santos

“Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal”

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Análise Financeira**, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves.

Coimbra, outubro de 2025

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

PENSAMENTO

“Não tenhamos pressa, mas não percamos tempo.”

José Saramago

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

DEDICATÓRIA

Aos meus pais.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

AGRADECIMENTOS

Gostaria de abrir os agradecimentos com um enorme “Obrigado” à minha orientadora, Professora Doutora Elisabete Neves, por toda a dedicação e orientação que me facultou. Pelo acompanhamento sempre rápido, honesto e carinhoso com que se disponibilizou para que esta etapa corresse da melhor maneira possível.

Agradeço ao amigo Zé, que o mestrado em Análise Financeira me permitiu conhecer e que, estando na mesma etapa do que eu mas um passo à minha frente sempre demonstrou disponibilidade para me aconselhar.

À minha família e à minha namorada, expresso o mais profundo agradecimento pelo apoio, persistência, paciência e compreensão que me permitiram seguir em frente nos momentos mais desafiantes.

Quero ainda agradecer a todos os “Como está a correr a tese?” ou “Vai correr bem”, que me mostraram que não estava sozinho e que contribuíram para eu manter o foco. O peso das vossas palavras contou mais do que imaginam.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

RESUMO

Objetivo: Esta dissertação tem como objetivo analisar os fatores determinantes do desempenho empresarial no setor do comércio a retalho em bancas, feiras e unidades móveis de venda em Portugal Continental.

Metodologia: O estudo baseia-se numa metodologia de dados em painel, abrangendo uma amostra de 816 empresas no período entre 2013 e 2023. Para testar as hipóteses propostas foi aplicado especificamente o método de estimação GMM-System, adequado para capturar a dinâmica temporal e resolver questões de endogeneidade.

Resultados: Os resultados revelam uma notável dualidade na criação de valor. Enquanto a rentabilidade operacional (EBITDA e ROA) é potenciada pela eficiência de custos, pela liquidez e pela disciplina financeira, a rentabilidade financeira (ROE) beneficia de estratégias expansionistas com maior alavancagem e investimento estratégico. Identifica-se assim uma complementaridade estratégica onde diferentes abordagens de gestão coexistem no setor: algumas empresas privilegiam a sustentabilidade operacional, enquanto outras focam-se na maximização do retorno aos acionistas através do crescimento.

Originalidade/Contribuições: Este estudo oferece uma visão integrada dos motores de performance num segmento específico do retalho português. A principal contribuição reside na identificação de que o sucesso no setor não segue um modelo único, mas antes se constrói através do equilíbrio entre diferentes lógicas de criação de valor. Os resultados fornecem orientações estratégicas diferenciadas para gestores e investidores, em função do tipo de rentabilidade que pretendem otimizar.

Palavras-chave: Desempenho empresarial, Comércio a retalho, GMM System, Portugal Continental, CAE 478

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

ABSTRACT

Objective: This dissertation aims to analyze the determinants of business performance in the retail sector involving stalls, fairs, and mobile sales units in mainland Portugal.

Methodology: The study is based on a panel data methodology, covering a sample of 816 companies from 2013 to 2023. To test the proposed hypotheses, the GMM-System estimation method was specifically applied, which is suitable for capturing temporal dynamics and addressing endogeneity issues.

Results: The results reveal a notable duality in value creation. While operating profitability (EBITDA and ROA) is enhanced by cost efficiency, liquidity, and financial discipline, financial profitability (ROE) benefits from expansionary strategies with greater leverage and investment. This identifies a strategic complementarity where different management approaches coexist in the sector: some companies favor operational sustainability, while others focus on maximizing shareholder returns through growth.

Originality/Contributions: This study offers an integrated view of performance drivers in a specific segment of Brazilian retail. Its main contribution lies in identifying that success in the sector does not follow a single model but rather is built through a balance between different value creation logics. The results provide differentiated strategic guidance for managers and investors, depending on the type of profitability they wish to optimize.

Keywords: Business Performance, Retail trade, GMM System, Continental Portugal, CAE 478

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO	1
1 Revisão de Literatura e Hipóteses	4
1.1 Características Específicas das Empresas	4
1.1.1 Gastos Sociais	4
1.1.2 Liquidez	6
1.1.3 Vendas Totais	8
1.1.4 Subsídios à Exploração	9
1.1.5 Endividamento	11
1.1.6 Gastos com Publicidade	12
1.1.7 Número de Funcionários	13
2 Metodologia de Investigação	16
2.1 Amostra Estatística e Horizonte Temporal	16
2.2 Variáveis a Incluir no Modelo	17
2.2.1 Variáveis Dependentes	17
2.2.2 Variáveis Independentes	20
2.3 Modelo Empírico	22
2.4 Método de Estimação	23
2.5 Testes Estatísticos	24
2.5.1 Teste de Sargan	24
2.5.2 Teste de Wald	24
2.5.3 Teste de Arellano-Bond	25
3 DISCUSSÃO DE RESULTADOS	26

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

3.1	Estatísticas Descritivas	26
3.2	Discussão de Resultados	28
3.3	Análise Global dos Resultados Obtidos.....	38
4	CONCLUSÃO	41
4.1	Síntese dos Principais Resultados.....	41
4.2	Implicações Teóricas e Práticas	42
4.3	Limitações e Linhas de Investigação Futura.....	42
4.4	Consideração Final	43
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1 - Variáveis Dependentes	19
Tabela 2 - Variáveis Independentes	21
Tabela 3 - Estatísticas Descritivas	27
Tabela 4 - Resultados da estimação do modelo 1: RE.....	29
Tabela 5 - Resultados da estimação do modelo 2: Margem EBITDA.....	32
Tabela 6 – Resultados da estimação do modelo 3: RF	33

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CAE - Código de Atividade Económica

EBITDA - Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

RE - Rendibilidade Económica

RF - Rendibilidade Financeira

PMEs - Pequenas e Médias Empresas

AGE - Idade da Empresa

DIM - Dimensão da Empresa

SUBS - Subsídios à Exploração

FUNCIO - Número de Funcionários da Empresa

RSC - Responsabilidade Social Corporativa

RH - Recursos Humanos

GMM System - Método dos Momentos Generalizados em Sistema

GMM - Generalized Method of Moments (Método dos Momentos Generalizados)

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

STATA - Software estatístico

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

INTRODUÇÃO

O comércio a retalho constitui um pilar vital da economia moderna, funcionando como elo crucial entre produtores e consumidores. Enquanto setor intensivo em mão de obra, gera significativos postos de trabalho e assume-se como atividade económica de proximidade, dinamizando as comunidades locais. A sua natureza sensível às flutuações económicas e sociais torna-o um barómetro fiável das transformações estruturais, refletindo evoluções no rendimento familiar e adaptações tecnológicas que variam em função da região e do período temporal (Lu et al., 2025).

Em 2021, o comércio a retalho e em grosso foi o setor com maior peso no emprego de Portugal, 16,4%. O comércio a retalho foi o que mais contribuiu para esta estatística, com cerca de 57% do pessoal ao serviço total¹ (Fundação José Neves, 2023). Em 2023, este setor faturou mais de 70 mil milhões de euros e empregou perto de 500 mil pessoas² (Statista, 2025). Em 2023, 44% da população residente em Portugal realizou compras *online*. Por outro lado, cerca de 10,3% dos residentes efetuaram vendas *online*. Vestuário e calçado foram os produtos mais adquiridos neste ano, cerca de 67,6%³ (ANACOM, 2023). Estes números foram impulsionados pela pandemia de COVID-19, que em 2020 atingiu o maior aumento, em 18 anos, nas compras *online*⁴ (Acepi, 2020).

Embora a investigação se foque predominantemente no retalho convencional (CAE 471 a 477), este estudo elegeu como objeto o CAE 478 - Comércio a retalho em bancas, feiras e unidades móveis de venda. Apesar do seu modesto peso no volume de negócios total

¹Fundação José Neves. (2023). Comércio continua a ser o setor que mais emprega em Portugal. Fundação José Neves. Recuperado de <https://www.joseneves.org/artigo/comercio-continua-a-ser-o-setor-que-mais-emprega-em-portugal>

² Statista. (2024). *Retail market in Portugal – statistics & facts*. Statista. <https://www.statista.com/topics/13667/retail-market-in-portugal/#topicOverview>

³ ANACOM. (2023). *O Comércio Eletrónico em Portugal e na União Europeia em 2023* [Relatório em PDF]. https://www.anacom.pt/streaming/Comercio_Eletronico_2023.pdf?contentId=1772516&field=ATTACHED_FILE

⁴ Acepi. (2020). *Economia digital em Portugal – Edição 2020* [Resumo]. <https://www.acepi.pt/media/cn4llu2a/acepi-estudo-economia-digital-2020-vers%C3%A3o-resumida.pdf>

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

do setor (0,5% em 2022, equivalente a 300 milhões de euros⁵) (INE, 2023), esta atividade encerra um valor sociocultural desproporcional à sua expressão estatística. Caracteriza-se por estruturas empresariais de pequena escala, elevada mobilidade e relações comerciais profundamente personalizadas, onde o conhecimento do cliente transcende a mera transação económica.

A opção por estudar este subsector justifica-se pela sua relevância social e pela lacuna académica identificada na análise dos seus determinantes económico-financeiros. Estes negócios representam frequentemente tradições familiares multigeracionais, preservando saberes artesanais e fortalecendo o tecido socioeconómico local, particularmente em zonas rurais e periféricas. A autenticidade do atendimento, o conhecimento profundo dos clientes e a flexibilidade operacional constituem vantagens competitivas distintivas num panorama comercial cada mais padronizado.

O propósito desta dissertação é assim analisar os determinantes do desempenho de 816 empresas do CAE 478 sediadas em Portugal Continental, contribuindo para o desenvolvimento de políticas de sustentabilidade setorial e preservação do património sociocultural que estas atividades representam. Para atingir este objetivo foi utilizada a metodologia de dados em painel, especificamente através do estimador GMM-System, que permitiu capturar de forma robusta a dinâmica temporal e a endogeneidade inerentes aos determinantes de desempenho.

Esta abordagem revelou-se fundamental para identificar padrões de persistência e ajustamento estratégico, destacando-se três contributos principais: primeiro, a confirmação de que a rendibilidade operacional apresenta trajetórias consistentes ao longo do tempo, ao contrário da rendibilidade financeira, sujeita a correções mais frequentes; segundo, a identificação de estratégias dualistas no setor, empresas orientadas para a eficiência operacional versus empresas focadas na alavancagem financeira;

⁵ Instituto Nacional de Estatística. (2023, 20 de dezembro). *Estatísticas do Comércio — Inquérito às Empresas de Comércio 2022* [Comunicado de imprensa em PDF]. https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=593921370&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

terceiro, a conclusão de que variáveis como a liquidez e a estrutura de custos atuam como pilares transversais ao sucesso, independentemente do modelo de gestão adotado.

A estrutura do documento organiza-se em quatro capítulos: (1) revisão da literatura e formulação de hipóteses; (2) exposição metodológica e caracterização dos modelos empíricos; (3) análise e discussão de resultados; (4) conclusões, limitações e implicações para investigação futura.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

1 Revisão de Literatura e Hipóteses

Este capítulo tem como objetivo central a conceptualização e análise das variáveis económicas consideradas no estudo, fundamentando a sua seleção com base no enquadramento teórico e empírico existente. Procura-se identificar a racionalidade subjacente às relações esperadas entre cada fator em análise e o desempenho das empresas no setor do comércio a retalho. Para compreender os determinantes de performance neste contexto específico, a dissertação examina o papel de um conjunto de fatores considerados determinantes: os gastos sociais, a liquidez, o volume de vendas, os subsídios à exploração, o endividamento, os investimentos em publicidade e a dimensão do capital humano (número de funcionários).

1.1 Características Específicas das Empresas

1.1.1 Gastos Sociais

Os gastos sociais, entendidos neste estudo como as despesas com salários, horas extra, benefícios, subsídios, prémios, bónus e encargos sociais (Segurança Social, impostos, fundos de compensação e formação profissional), representam uma fatia considerável dos custos operacionais das empresas. Estes gastos refletem o compromisso da organização com a valorização do seu capital humano, sendo interpretados como uma expressão tangível da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) interna. A relação entre estes investimentos no bem-estar dos colaboradores e o desempenho empresarial é alvo de análise na literatura, que apresenta perspetivas divergentes (Neves et al., 2023)

Vários estudos sustentam que os gastos sociais, enquanto investimento estratégico, geram retornos positivos. Bani-Khaled et al. (2021) concluíram que investimentos em responsabilidade social aumentam o desempenho e os lucros, potenciando uma rentabilidade financeira mais elevada. Esta visão é partilhada por autores que focam a gestão de recursos humanos, defendendo que práticas avançadas, como as associadas a estes gastos, aumentam a eficácia organizacional e a produtividade (Wright et al., 2003; Sels et al., 2006; Triguero et al., 2012). Maraqa et al. (2025) reforçam a importância da satisfação dos trabalhadores, defendendo que a mesma está direta e positivamente

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

associada a uma melhoria nas rendibilidades económica e financeira. Especificamente, Moin & Qureshi (2023) verificaram que os gastos de pessoal geram um impacto positivo na rendibilidade económica, enquanto Chali & Lakatos (2024) os associam ao aumento da eficiência operacional, fidelização de clientes e capacidade de inovação. Recentemente, Guedes et al. (2025b) demonstraram também que a responsabilidade social influencia positivamente o desempenho das empresas ibéricas, em particular a perceção de mercado, através do reforço da sua reputação.

Em contrapartida, outra corrente da literatura salienta os possíveis efeitos negativos destes gastos. Sharma & Chakraborty (2024) estabelecem que a RSC, quando imposta por lei, tende a impactar negativamente o desempenho empresarial, uma vez que pode limitar a flexibilidade na alocação eficiente de recursos (Bhatnagar et al., 2023). Dimitropoulos (2022) reporta uma associação negativa entre a RSC e a rendibilidade económica, argumentando que os custos não são compensados por benefícios relativos. Adicionalmente, Lee et al. (2021) identificam que, para níveis muito elevados de RSC, os gastos operacionais têm um efeito mais significativo e negativo na lucratividade, diluindo a Margem EBITDA. A nível operacional, Sels et al. (2006) também reconhecem impactos negativos de pequena magnitude, como custos de recrutamento e perda de produtividade durante formações.

Para além da dicotomia positiva/negativa, surgem perspetivas mais diversificadas que enfatizam a complexidade da relação. Bhatnagar et al. (2023) propõem que a relação pode assumir a forma de U ou U invertido, sugerindo que impactos negativos iniciais podem, no longo prazo e com investimentos superiores, transformar-se em melhorias de desempenho. A natureza da implementação é crucial, sendo que uma integração estratégica da RSC pode inverter eventuais efeitos negativos (Bhatnagar et al., 2023). Geoff Moore (2001) introduz uma visão cíclica, propondo que um bom desempenho empresarial pode levar a um maior investimento em RSC, que, por sua vez, pode melhorar o desempenho social, mas também desviar o foco e impactar negativamente os resultados subsequentes. Esta dinâmica é corroborada por evidências mais recentes (Hirigoyen et al., 2016), que indicam que as empresas podem reduzir gastos com RSC após bons

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

resultados para maximizar ganhos de curto prazo, ou aumentá-los para compensar maus desempenhos.

Portanto, os gastos sociais devem ser encarados como investimentos estratégicos de longo prazo, cujo impacto no desempenho não é automático, mas condicionado pelo enquadramento legal, horizonte temporal e qualidade da gestão estratégica. Face a esta complexidade, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H1: Existe uma relação significativa entre os gastos sociais e o desempenho empresarial das empresas.

1.1.2 Liquidez

No contexto financeiro, a liquidez refere-se à capacidade de uma empresa converter os seus ativos em meios de pagamento sem perdas significativas de valor, constituindo um pilar fundamental para a gestão financeira (Jing & Zhu, 2024). Esta característica é particularmente crucial em setores com alta rotatividade de ativos e dependência de capital de curto prazo, como o comércio a retalho.

A literatura apoia maioritariamente a influência positiva da liquidez no desempenho empresarial. Nam et al. (2024) identificaram um impacto direto e positivo da liquidez na rentabilidade económica, observando que empresas com maior liquidez alcançam melhor desempenho. Este resultado alinha-se com a teoria keynesiana da preferência pela liquidez, que defende a manutenção de reservas líquidas para aproveitar oportunidades em contextos de incerteza, uma característica intrínseca ao retalho, sujeito a procura instável e sazonalidades. Adicionalmente, os autores identificam um efeito indireto positivo pois que empresas mais líquidas tendem a depender menos de financiamento externo, reduzindo a alavancagem e consequentemente melhorando o desempenho. Johan et al. (2024) demonstram que o ciclo de conversão de caixa, ou seja, a facilidade com que a empresa converte os seus recursos em caixa, está positivamente associada a uma melhor rentabilidade económica. Também Kayani et al. (2025), demonstram um impacto positivo da liquidez na rentabilidade económica. A eficiência na gestão da liquidez é também apontada por Nguyen et al. (2024) como um fator redutor de riscos financeiros e potenciador da confiança dos acionistas, melhorando a lucratividade. A relação positiva

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

estende-se a múltiplas métricas de desempenho, sendo suportada por Thinh et al. (2022) tanto para a rentabilidade económica como financeira, e por Vintilă et al. (2025) que estabelecem uma relação estatisticamente significativa entre liquidez e a Margem EBITDA, argumentando que esta permite beneficiar de oportunidades de investimento e cobrir obrigações de curto prazo.

Embora a maioria dos estudos aponte efeitos positivos, algumas perspetivas alertam para possíveis impactos negativos. Johan et al. (2024) demonstram um impacto significativamente negativo entre a liquidez e a rentabilidade financeira de uma empresa, sugerindo que há rendimentos potenciais sacrificados. Zhou et al. (2025) vão mais além e estendem também este impacto negativo à rentabilidade económica com o argumento de uma gestão ineficiente de recursos. Xu et al. (2022) apresentam uma associação negativa entre liquidez e rentabilidade, explicando que uma posição líquida forte pode levar a um recurso menos eficiente ao financiamento externo, limitando potencialmente o crescimento e a rentabilidade ao evitar oportunidades de alavancagem benéficas.

Para além das visões opostas, existem posições ambivalentes e posições que questionam a relevância estatística desta relação. Jijun Niu (2024) conclui no seu estudo que o contexto de incerteza de política económica é o que define o sinal da relação entre liquidez e performance empresarial. Estabelecendo um impacto negativo da liquidez quando a incerteza é baixa e um impacto positivo quando o contrário acontece. Dahiyat et al. (2021) observaram que a liquidez tem um impacto não significativo no desempenho empresarial, não defendendo nem uma relação positiva nem negativa consistente.

Portanto, a literatura demonstra uma predominância de evidências a favor de uma relação positiva entre liquidez e desempenho, destacando o seu papel como recurso estratégico para enfrentar incertezas e reduzir dependências financeiras. No contexto específico do comércio a retalho em bancas, feiras e unidades móveis - caracterizado por micro e pequenas empresas sujeitas a flutuações de receita e sazonalidade - a gestão estratégica da liquidez assume uma relevância crítica.

Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

H2: Existe uma relação significativa entre a liquidez e o desempenho empresarial das empresas.

1.1.3 Vendas Totais

As vendas totais, representando o valor bruto das transações comerciais, constituem um indicador fundamental para avaliar a saúde financeira de empresas no setor do retalho. Esta variável assume particular relevância no contexto específico do comércio em bancas, feiras e unidades móveis, caracterizado pela sazonalidade acentuada, dependência da localização e flutuações no fluxo de clientes. A análise das vendas totais permite não apenas medir a atratividade comercial e o potencial de mercado, mas também orientar decisões operacionais críticas como gestão de inventário e planeamento de horários.

A literatura especializada oferece substancial evidência sobre a relação positiva entre vendas totais e desempenho empresarial. Agoraki et al. (2023) e Han et al. (2025) estabelecem uma relação positiva entre o volume de vendas e a rentabilidade económica, sugerindo que um maior volume comercial potencia a eficiência na utilização dos ativos. Nasution et al. (2021), no seu estudo sobre pequenas empresas de retalho, identificam o crescimento das vendas como indicador de sucesso, verificando que este conduz a aumentos do lucro líquido e, consequentemente, da rentabilidade financeira. Dvoulity & Blažková (2022) corroboram esta perspetiva, observando uma tendência de crescimento conjunto entre as vendas totais e a Margem EBITDA, particularmente evidente em empresas de maior dimensão.

Não obstante, alguns estudos alertam para potenciais efeitos negativos. Laken et al. (2020) destacam que a pressão para aumentar vendas pode gerar custos indiretos significativos, afetando o bem-estar dos funcionários e, consequentemente, o desempenho organizacional - um risco particularmente relevante em microempresas de gestão familiar. Tudose et al. (2022) identificam uma relação negativa em fases de expansão acelerada, explicando que quando o crescimento das vendas não é acompanhado por um aumento proporcional da lucratividade, ocorre uma diluição da eficiência na utilização de recursos que deteriora a rentabilidade económica.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

A relação entre vendas totais e desempenho revela-se ainda sujeita a efeitos de mediação e moderação. O mesmo estudo de Tudose et al. (2022) reconhece que, mantida a estabilidade dos custos operacionais, o aumento das vendas gera melhorias na margem de lucro e eficiência operacional, sugerindo que a gestão de custos atua como variável crítica nesta equação.

Portanto, a literatura confirma a relevância das vendas totais como indicador do desempenho empresarial, embora destaque a importância de uma gestão operacional equilibrada que acompanhe o crescimento comercial. No contexto específico do comércio móvel e em bancas, onde predominam estruturas empresariais de pequena escala e grande sensibilidade a flutuações de mercado, a monitorização das vendas totais assume especial importância para a tomada de decisões estratégicas. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H3: Existe uma relação significativa entre as vendas totais e o desempenho empresarial das empresas.

1.1.4 Subsídios à Exploração

Os subsídios à exploração consistem em apoios financeiros concedidos por entidades públicas com o objetivo de reduzir custos operacionais, facilitar a produção ou fomentar setores económicos específicos. No contexto do comércio a retalho em bancas e feiras, estes mecanismos assumem particular relevância dada a natureza sazonal da atividade e a reduzida margem de manobra financeira que caracteriza estas empresas.

A literatura apresenta evidências robustas sobre os efeitos positivos dos subsídios à exploração. Zhong et al. (2022) demonstram que subsídios sob a forma de redução de custos de aquisição se mostram mais eficazes que benefícios fiscais, permitindo aos retalhistas obter margens de lucro mais elevadas e consequentemente melhorar a Margem EBITDA. Du et al. (2023) corroboram esta perspetiva, referindo que subsídios destinados a reduzir o custo marginal de produção permitem um maior aproveitamento da produtividade, influenciando positivamente a rentabilidade económica. Staples et al. (2022) acrescentam que, em contextos adversos como a pandemia COVID-19, estes apoios revelaram-se cruciais para a manutenção das operações e mitigação do declínio

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

produtivo. Peng et al. (2024) vão mais longe ao concluir que, para operadores altamente dependentes do contacto direto com o consumidor, os subsídios à exploração se mostram mais eficazes na otimização da procura e no funcionamento diário do que os subsídios ao investimento.

Em contrapartida, alguns estudos alertam para possíveis efeitos negativos. Marimuthu (2020) afirma que a assistência governamental sob a forma de subsídios pode ter efeitos contraproducentes, conduzindo a uma rendibilidade económica mais baixa devido ao desenvolvimento de dependência estratégica por parte das empresas. O mesmo estudo de Du et al. (2023) que identifica benefícios para empresas subsidiadas, reconhece também a existência de externalidades negativas para empresas não-subsidiadas do mesmo aglomerado industrial, que podem sofrer quebras de produtividade.

A análise da literatura revela ainda que a eficácia dos subsídios está condicionada por múltiplos fatores. Peng et al. (2024) estabelecem uma distinção relevante entre subsídios à exploração e de investimento, sugerindo que a sua adequação depende das características específicas do setor e do tipo de operação.

Em síntese, os subsídios à exploração surgem como instrumentos de política económica com potencial para melhorar o desempenho empresarial, particularmente em setores caracterizados por sazonalidade e reduzidas margens operacionais. Contudo, a sua eficácia está condicionada pelo desenho específico dos mecanismos de apoio e pelo contexto setorial, existindo riscos de dependência e distorções concorrenciais que justificam uma abordagem criteriosa na sua atribuição. No contexto específico do comércio em bancas e feiras, carente de evidência empírica robusta, torna-se particularmente relevante analisar o seu impacto. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H4: Existe uma relação significativa entre os subsídios à exploração e o desempenho empresarial das empresas.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

1.1.5 Endividamento

O endividamento representa o montante de recursos financeiros obtidos externamente através de instituições bancárias, fornecedores ou outros obrigacionistas, constituindo uma obrigação futura de curto ou longo prazo. Esta variável tem sido identificada como uma vulnerabilidade estrutural do tecido empresarial português, condicionando oportunidades de investimento e a capacidade de praticar preços competitivos (Pereira et al., 2022).

Diversos estudos destacam os aspetos positivos do endividamento enquanto ferramenta de financiamento e oportunidades de alavancagem positiva (Guedes et al., 2025). Ali et al. (2022) identificam benefícios ao nível da rentabilidade financeira, enquanto Serrasqueiro et al. (2023) evidenciam o seu papel crucial no financiamento de PMEs jovens com reduzida capacidade de retenção de lucros. Manyanga et al. (2023) reforçam esta perspetiva, demonstrando em mercados emergentes que o endividamento - seja de curto prazo, longo prazo ou através de crédito comercial - se associa positivamente ao desempenho das PMEs, particularmente em contextos sazonais onde predomina a gestão do working capital.

Em contrapartida, uma significativa proporção da literatura alerta para os efeitos negativos do endividamento. Ngo et al. (2020) estabelecem uma relação negativa com a Margem EBITDA, enquanto Ali et al. (2024) confirmam esta associação negativa em PMEs, alinhando-se com a Teoria da Pecking Order. Nikhil et al. (2024) vão mais longe, concluindo que o aumento do endividamento provoca reduções tanto na rentabilidade económica como financeira, com efeitos particularmente acentuados em empresas mais lucrativas. Nazir et al. (2021) e Mnyaka-Rulwa & Akande (2025) corroboram esta visão, sublinhando os custos de agência e riscos associados à alavancagem excessiva.

A análise revela ainda que o impacto do endividamento está condicionado por variáveis moderadoras. Nazir et al. (2021) destacam que a negatividade da relação se acentua quando o financiamento é direcionado para ativos fixos.

Em síntese, o endividamento apresenta efeitos ambivalentes no desempenho empresarial, podendo funcionar como alavanca de crescimento ou como fator de comprometimento da

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

rendibilidade. No contexto específico do comércio em bancas, feiras e unidades móveis - caracterizado por sazonalidade acentuada e necessidades de liquidez imediata - a gestão estratégica do endividamento revela-se crucial para a sustentabilidade financeira. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H5: Existe uma relação significativa entre o endividamento e o desempenho empresarial das empresas.

1.1.6 Gastos com Publicidade

Segundo Shah & Akbar (2008), a publicidade atua como criadora de valor para as empresas, contribuindo para o fortalecimento da marca, da imagem e do valor de mercado, sendo desta forma considerada um investimento estratégico de longo prazo.

A publicidade constitui um instrumento fundamental de marketing, particularmente relevante no contexto do comércio ambulante onde a notoriedade da marca e a atração de clientes são desafios permanentes. Para negócios de pequena escala, a eficácia destes investimentos está intimamente ligada à capacidade de gerir recursos limitados de forma estratégica. Liang (2024) mostra que a publicidade é uma ferramenta competitiva essencial que molda as interações entre as empresas no mercado de produtos. Da mesma forma, Akorede (2023) estabelece o impacto positivo da publicidade, que se faz sentir mais em empresas maiores.

Diversos estudos sustentam o valor estratégico da publicidade. Piao & Choi (2022) defendem que os investimentos publicitários são cruciais para aumentar vendas e criar prémios de preço, impactando positivamente a rendibilidade económica. Qin et al. (2024) corroboram esta visão, evidenciando uma relação positiva com a Margem EBITDA através do reforço do reconhecimento da marca e do aumento de receitas. Rahman et al. (2020) acrescentam que em ambientes com menos recursos, como o comércio ambulante, a produtividade da publicidade tem impacto mais significativo no desempenho, particularmente através de estratégias Direct to End-User em mercados menos complexos.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Em contrapartida, parte da literatura alerta para riscos significativos. Sellers-Rubio et al. (2021) demonstram a existência de desperdício de recursos publicitários, indicando que seria possível alcançar os mesmos resultados com investimentos substancialmente menores. Molla & Rahaman (2022) identificam um padrão temporal preocupante, pois que os benefícios de curto prazo rapidamente se dissipam, criando um efeito de transição negativo no desempenho. Esta volatilidade representa um risco particularmente elevado para negócios com limitada capacidade financeira.

A literatura revela ainda que o impacto da publicidade está sujeito a significativos condicionalismos. Shubita et al. (2024) demonstram que, isoladamente, a publicidade pode não apresentar significância estatística, dependendo criticamente de fatores como qualidade das campanhas, segmentação do público e dinâmica competitiva. Curiosamente, estes autores não identificam efeitos moderadores relacionados com a dimensão da empresa, sugerindo que empresas de menor escala podem competir em igualdade circunstâncias quando a estratégia é adequada.

Em síntese, a publicidade surge como um investimento de risco calculado, cujo sucesso depende da adequação estratégica à realidade operacional e das capacidades de gestão orçamental. No contexto específico do comércio ambulante - caracterizado por sazonalidade acentuada e recursos limitados - a seleção criteriosa de canais publicitários e a monitorização rigorosa do retorno assumem importância crítica. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H6: Existe uma relação significativa entre os gastos com publicidade e o desempenho empresarial das empresas.

1.1.7 Número de Funcionários

O número de funcionários representa um recurso estratégico fundamental com impacto potencial no desempenho empresarial. No contexto específico do comércio ambulante - caracterizado pela intensidade laboral e dependência da interação direta com o cliente - a gestão eficiente do capital humano assume especial relevância para a eficiência operacional e sucesso económico.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Uma expressiva parcela da literatura sustenta os efeitos positivos da expansão laboral. Garcia-Martinez et al. (2023) identificam o número de funcionários como fator significativo para o crescimento das PMEs, destacando que uma força de trabalho mais alargada confere maior capacidade operacional e consequentemente potencia a rentabilidade. Adan & Hussain (2021) corroboram esta perspetiva, estabelecendo uma associação positiva entre o aumento do número de empregados e o crescimento das PMEs, atribuindo este efeito ao incremento da capacidade produtiva. Também Nagar & Arya (2025) associam a contratação de mais funcionários a um melhor desempenho da rendibilidade económica, afirmando que este fator leva a uma melhor utilização dos ativos das empresas. Busu et al. (2020) reforçam esta visão ao demonstrarem que a força laboral impacta positivamente tanto a rendibilidade financeira como económica, estando adicionalmente associada a ganhos no lucro líquido.

Em contrapartida, diversos estudos alertam para os riscos de uma gestão laboral inadequada. Boubaker et al. (2022) demonstram que desvios da contratação líquida ótima, particularmente o investimento em mão de obra ineficiente, estão associados à redução do valor da empresa e do desempenho operacional, com efeitos mais pronunciados em contextos de concorrência intensa. Traini et al. (2024) identificam consequências negativas também no subinvestimento laboral, argumentando que, embora proporcione ganhos de liquidez de curto prazo, esta prática compromete a rentabilidade e crescimento futuros através da redução da capacidade de criação de valor.

A literatura revela ainda que o impacto do dimensionamento laboral está sujeito a significativas condicionalidades. Boubaker et al. (2022) destacam o papel moderador da intensidade competitiva, enquanto Traini et al. (2024) sublinham a importância do equilíbrio temporal entre benefícios de curto prazo e sustentabilidade de longo prazo.

Assim, a gestão do número de funcionários aparece como um equilíbrio estratégico entre capacitação operacional e eficiência de custos. No contexto específico do comércio ambulante - onde a interação pessoal constitui vantagem competitiva fundamental - a otimização do dimensionamento laboral revela-se particularmente crítica para o desempenho empresarial. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

H7: Existe uma relação significativa entre o número de funcionários e o desempenho empresarial das empresas.

2 Metodologia de Investigação

O presente capítulo tem como objetivo apresentar de forma estruturada a metodologia de investigação adotada neste estudo. Inicialmente, descrever-se-á a amostra estatística utilizada, explicitando os critérios subjacentes à sua seleção, a sua composição e o horizonte temporal considerado. Seguidamente, será feita uma descrição das variáveis incluídas no estudo, destacando a sua natureza e forma de mensuração. Por fim, será realizada a definição dos modelos empíricos utilizados, acompanhada da explicitação do método de estimação aplicado e da apresentação dos testes estatísticos utilizados para assegurar a robustez e validade dos resultados obtidos.

2.1 Amostra Estatística e Horizonte Temporal

O principal objetivo deste estudo consiste na análise dos fatores de desempenho empresarial de empresas de um subsetor do comércio a retalho em Portugal Continental, identificado pelo código CAE 478 - Comércio a retalho em bancas, feiras e unidades móveis de venda fora de estabelecimentos.

A investigação baseou-se numa amostra composta por 816 empresas, numa janela temporal que se inicia em 2013 e termina em 2023. A recolha dos dados foi realizada através da plataforma de base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibérico). Posteriormente, os dados foram organizados em painel e analisados com recurso ao software STATA 19, com o objetivo de analisar a evolução do desempenho empresarial ao longo do tempo.

Reconhece-se que o período em análise (2013-2023) foi marcado por flutuações macroeconómicas significativas, incluindo o período pós-troika, a pandemia de COVID-19 e o impacto da guerra na Ucrânia. Embora conscientes da potencial influência destes eventos, optou-se por não segmentar a amostra em subperíodos (e.g., "bull" e "bear markets"). Esta decisão metodológica fundamenta-se na priorização da consistência da estimação GMM-System, que beneficia de séries temporais mais longas para maior robustez, e na perceção de que tal segmentação não traria contributos substancialmente

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

inovadores para os objetivos do estudo, uma vez que os modelos estimados captam de forma global as relações entre as variáveis ao longo de todo o ciclo económico.

Da amostra inicial, foram excluídas as empresas que apresentavam valores atípicos sem justificação plausível, bem como aquelas que não dispunham de dados completos para as variáveis ao longo de, pelo menos, quatro anos consecutivos (Arellano & Bond, 1991). A adoção deste critério teve como finalidade garantir a ausência de correlação de segunda ordem na estimação do modelo GMM System (Generalized Method of Moments).

2.2 Variáveis a Incluir no Modelo

2.2.1 Variáveis Dependentes

Na presente dissertação, as variáveis dependentes consideradas foram selecionadas com base na sua sólida fundamentação na literatura de finanças e contabilidade como indicadores do desempenho empresarial (Guedes et al., 2025a; Neves et al., 2025). Embora existam diversas métricas alternativas, como o Tobin's Q e o Market-to-Book Ratio, aqui não foram usadas, pois estas variáveis tendem a refletir a valorização de mercado e estão mais sujeitas a volatilidades externas e flutuações macroeconómicas (Foster et al., 2021; Beccalli et al., 2023). Desta forma, optou-se por indicadores menos expostos a distorções de mercado, justificados pela sua utilidade em avaliar a eficiência operacional, a geração de resultados e a rentabilidade de um negócio. Estas variáveis permitem analisar de que forma os fatores em estudo impactam a performance empresarial.

Desta forma, a escolha da Rendibilidade Económica (RE), da Rendibilidade Financeira (RF) e da Margem do EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) justifica-se pela complementaridade que oferecem na avaliação do desempenho empresarial. Em conjunto, fornecem uma perspetiva abrangente e eficaz da saúde financeira e da eficiência da gestão das empresas analisadas.

A rendibilidade económica (RE) de uma empresa, mais conhecida como a Rendibilidade dos Ativos (ROA – Return on Assets), é um indicador económico amplamente utilizado na medição da eficácia de uma empresa em gerar resultados através dos seus ativos,

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

mostrando a eficiência na gestão dos mesmos, aspeto especialmente relevante para a atividade comercial (Fenyves et al., 2020). Tudose et al. (2022) demonstram que os indicadores de rendibilidade são os que melhor refletem a eficiência económica de toda a atividade de um negócio. A rendibilidade económica pode ainda ser utilizada pelas empresas para desenvolver estratégias de gestão de risco e permitir que as mesmas ajustem a sua posição financeira de forma mais eficaz, através da antecipação de resultados futuros (Son & Duong, 2024). Adicionalmente, esta variável pode ser utilizada na comparação entre empresas do mesmo setor, já que estas enfrentam contextos semelhantes e utilizam recursos de forma parecida, possibilitando uma avaliação direta sobre quem gere melhor os ativos.

A Margem EBITDA é um indicador puro da gestão de negócios que reflete a capacidade de geração de resultados operacionais de uma empresa antes do impacto das decisões de financiamento, políticas fiscais e práticas contabilísticas relacionadas à depreciação e amortização (Chaturvedi & Weigelt, 2024). Este indicador é especialmente valorizado em análises comparativas entre empresas, por oferecer uma visão mais “limpa” do desempenho operacional, na medida em que exclui efeitos de financiamento, políticas fiscais e critérios contabilísticos de depreciação e amortização, permitindo avaliar de uma forma mais clara a eficiência das operações do gestor (Kaplan & Ruback, 1995). Além de refletir a capacidade operacional de gerar resultados, esta variável surge também como um determinante na previsão do risco de incumprimento das obrigações financeiras das pequenas empresas (Chi et al., 2023). O desempenho operacional é, de facto, o indutor de crescimento por excelência e, consequentemente, do valor da empresa no longo prazo. Deste modo, não é de estranhar que a Margem EBITDA seja um dos fatores vulgarmente apontados enquanto determinante do valor de uma empresa (Hammer et al., 2022). Os benefícios de utilizar esta margem como medida do desempenho operacional são evidentes.

Por sua vez, a Rendibilidade Financeira (RF) de uma empresa, comumente conhecida como ROE (Return On Equity ou Rendibilidade do Capital Próprio), é uma métrica financeira fundamental que avalia a rendibilidade do capital próprio, ou seja, reflete a capacidade da empresa em gerar lucros a partir do investimento dos acionistas (Alahdal

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

et al., 2024). Desta forma, é possível analisar se a empresa está a utilizar eficientemente o seu capital próprio para criar valor (Duguleană et al., 2024). Quando isso ocorre e a empresa demonstra um desempenho empresarial sólido, a tendência é que os investidores se sintam atraídos pela probabilidade de obterem retornos positivos. A utilização desta métrica permite ainda considerar aspetos como o financiamento das empresas e captar de que maneira é que a dívida influencia os retornos financeiros das mesmas através da utilização da alavancagem (Chalabi-Jabado & Ziane, 2024).

A análise conjunta destas três métricas revela a sua complementaridade estratégica: a Margem EBITDA funciona como um termómetro da eficiência operacional, refletindo diretamente a qualidade das decisões de gestão; a RE (Rendibilidade Económica) constitui um indicador de interesse transversal para todos os stakeholders, desde gestores a credores e comunidade, por medir a capacidade da empresa em gerar valor a partir dos seus ativos e sinalizar a sua sustentabilidade futura; já a RF (Rendibilidade Financeira) representa de forma mais específica o retorno efetivo para os acionistas, sendo portanto o indicador primordial para avaliar a rentabilidade do capital próprio investido.

Tabela 1 - Variáveis Dependentes

Denominação das Variáveis	Denominação das variáveis no modelo	Definição/Proxy	Autores
Rendibilidade Económica	(RE)	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Ativo}}$	Tudose et al. (2022) Fenyves et al. (2020) Son & Duong (2024) Neves et al., (2025a) Vieira et al., (2025)
Margem EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)	(EBITDA)	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Volume de negócios}}$	Chaturvedi & Weigelt (2024) Chi et al. (2023) Hammer et al. (2022)
Rendibilidade Financeira	(RF)	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$	Chalabi-Jabado & Ziane (2024) Alahdal et al. (2024) Duguleană et al. (2024) Neves et al., (2025a)

Fonte: Elaboração própria.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

2.2.2 Variáveis Independentes

Conforme mencionado no capítulo anterior, o desempenho empresarial das empresas analisadas neste estudo pode ser explicado por diferentes variáveis. Na tabela abaixo encontram-se as variáveis explicativas que compõem o modelo considerado.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Tabela 2 - Variáveis Independentes

Denominação das Variáveis	Denominação das variáveis no modelo	Definição/Proxy	Autores
Gastos Sociais	(GASTOS)	Ln (Gastos Pessoal + outros benefícios pós emprego + gastos ação social e outros gastos)	Maraqa et al. (2025) Sharma & Chakraborty (2024) Chali & Lakatos (2024) Neves et al., (2025b)
Liquidez	(LIQUIDEZ)	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	Jing & Zhu (2024) Nam et al. (2024) Kayani et al. (2025)
Vendas Totais	(VENDAS)	Ln (Volume de negócios)	Tudose et al. (2022) Agoraki et al. (2023) Han et al. (2025)
Subsídios à Exploração	(SUBS)	Ln (Subsídios à Exploração)	Du et al. (2023) Zhong et al. (2023) Peng et al. (2024)
Endividamento	(ENDIVIDAMENTO)	$\frac{\text{Capital Alheio}}{\text{Ativos Totais}}$	Nikhil et al. (2024) Ali et al. (2024) Rulwa & Akande (2025)
Gastos com Publicidade	(PUBLICIDADE)	Ln (Gastos com Publicidade e Propaganda)	Rahman et al. (2020) Piao & Choi (2022) Qin et al. (2024)
Número de Funcionários	(FUNCIO)	Número de funcionários na empresa	Garcia-Martinez et al. (2023) Traini et al. (2024) Nagar & Arya (2025)
Variáveis de Controlo			
Dimensão da Empresa	(DIM)	Ln (Total de Ativos)	Guedes et al., (2025a)
Idade da Empresa	(IDADE)	Idade da Empresa (em anos)	D'Amato e Falivena (2020) Guedes et al. (2025b)

Fonte: Elaboração própria.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

2.3 Modelo Empírico

De forma genérica, a formulação do modelo de dados em painel será apresentada da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \dots + \beta_k X_{it} + \varepsilon_{it} + v_i$$

Em que:

- Y_{it} = variável dependente;
- i = dimensão *cross-section*;
- t = dimensão temporal;
- $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ = coeficientes das variáveis independentes;
- X_{it} = variáveis independentes;
- ε_{it} = termo de erro;
- v_i = efeito individual.

Posto isto, os modelos a serem testados são apresentados da seguinte forma:

Modelo 1:

$$RE_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE_{it-1} + \beta_2 GASTOS_{it} + \beta_3 LIQUIDEZ_{it} + \beta_4 VENDAS_{it} + \beta_5 SUBS_{it} + \beta_6 ENDIVIDAMENTO_{it} + \beta_7 PUBLICIDADE_{it} + \beta_8 FUNCIO_{it} + \beta_9 DIM_{it} + \beta_{10} IDADE_{it} + \varepsilon_{it} + v_i$$

Modelo 2:

$$EBITDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EBITDA_{it-1} + \beta_2 GASTOS_{it} + \beta_3 LIQUIDEZ_{it} + \beta_4 VENDAS_{it} + \beta_5 SUBS_{it} + \beta_6 ENDIVIDAMENTO_{it} + \beta_7 PUBLICIDADE_{it} + \beta_8 FUNCIO_{it} + \beta_9 DIM_{it} + \beta_{10} IDADE_{it} + \varepsilon_{it} + v_i$$

Modelo 3:

$$RF_{it} = \beta_0 + \beta_1 RF_{it-1} + \beta_2 GASTOS_{it} + \beta_3 LIQUIDEZ_{it} + \beta_4 VENDAS_{it} + \beta_5 SUBS_{it} + \beta_6 ENDIVIDAMENTO_{it} + \beta_7 PUBLICIDADE_{it} + \beta_8 FUNCIO_{it} + \beta_9 DIM_{it} + \beta_{10} IDADE_{it} + \varepsilon_{it} + v_i$$

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Em que RE, EBITDA e RF são as variáveis dependentes que representam, respetivamente, a Rendibilidade Económica, a Margem EBITDA e a Rendibilidade Financeira.

Por sua vez, as variáveis independentes são os Gastos Sociais (GASTOS), Liquidez (LIQUIDEZ), Vendas Totais (VENDAS), Subsídios à Exploração (SUBS), Endividamento (ENDIVIDAMENTO), Gastos com Publicidade (PUBLICIDADE), Número de Funcionários (FUNCIO), Dimensão da Empresa (DIM) e Idade da Empresa (IDADE).

2.4 Método de Estimação

O método de estimação utilizado neste estudo, cujos dados são em painel, foi o Método dos Momentos Generalizados (GMM System), desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Esta estrutura possibilita a análise conjunta de duas dimensões fundamentais, temporal e espacial, que refletem, respetivamente, as mudanças ocorridas em cada unidade de tempo ao longo de um período, permitindo identificar dinâmicas temporais e as diferenças entre as unidades analisadas, oferecendo uma visão mais abrangente e minuciosa do comportamento das variáveis analisadas.

A opção pela utilização dos dados em painel justifica-se pela sua robustez na análise de modelos dinâmicos e pela sua capacidade em controlar problemas como a heterogeneidade não observável, que será eliminada tomando as primeiras diferenças das variáveis e a endogeneidade dos dados, que pela relação de causalidade entre variável dependente e variável independente, possa existir ou ainda por erros de medição de variável ou de correlação entre variáveis independentes e o termo de erro.

O GMM system usa variáveis instrumentais produzidas através de valores desfasados das variáveis dependentes e independentes, que eventualmente podem sofrer de endogeneidade (Cancela et al., 2020; Guedes et al., 2025b). Assim, a endogeneidade é corrigida e a heterogeneidade não observável é controlada (Badu e Appiah, 2017; Neves, 2018). Os autores argumentam que este modelo dinâmico anula os efeitos não observados, apesar das variáveis omitidas, aumentando a confiabilidade dos resultados.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Para avaliar a validade dessa metodologia, são realizados três testes: Sargan, Wald e Arellano-Bond.

2.5 Testes Estatísticos

Para assegurar a robustez e a validade dos resultados obtidos, procedeu-se à realização de três testes econométricos: Teste de Sargan, Teste de Wald e Teste de Arellano-Bond.

2.5.1 Teste de Sargan

Desenvolvido por John Sargan (1958), este teste constitui uma ferramenta estatística fundamental para avaliar a validade dos instrumentos em modelos econométricos verificando se os mesmos são independentes do termo de erro (Arellano e Bond, 1991; Blundell e Bond, 1998). Posteriormente, Hansen (1982) expandiu a aplicabilidade deste teste, sublinhando a sua utilidade em modelos GMM e em contextos de séries temporais. A ideia central subjacente a este teste caracteriza-se por verificar se os instrumentos são válidos e exógenos, ou seja, se não estão correlacionados com o termo de erro. Para tal, é necessário assumir homoscedasticidade e ausência de autocorrelação no erro idiossincrático.

Assim, a hipótese nula subjacente a este teste é a validade dos instrumentos utilizados.

Na prática, a decisão sobre a validade dos instrumentos é tomada com base no *p-value* associado ao Teste de Sargan. Um *p-value* superior ao nível de significância convencional (5%) leva à não rejeição da hipótese nula, evidenciando que os instrumentos são válidos e exógenos, o que sugere um modelo robusto.

2.5.2 Teste de Wald

O Teste de Wald é uma ferramenta estatística utilizada para verificar a significância conjunta dos coeficientes estimados em modelos econométricos. A partir deste teste é possível avaliar se o modelo é apropriadamente especificado, ou seja, se os parâmetros do modelo diferem estatisticamente de zero.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Esta ferramenta tem como hipótese nula que os coeficientes das variáveis são conjuntamente diferentes de zero, então, se o modelo for válido, ele será ajustado aos dados em estudo e terá um alto poder explicativo.

Na prática, a decisão sobre a validade dos instrumentos é tomada com base no *p-value* associado ao Teste de Wald. Um *p-value* inferior ao nível de significância convencional (5%) leva à rejeição da hipótese nula, evidenciando que os coeficientes do modelo são estatisticamente significativos, o que sugere que o modelo possui elevado poder explicativo relativamente à variável dependente.

2.5.3 Teste de Arellano-Bond

O Teste de Arellano-Bond, inicialmente proposto por Arellano e Bond (1991), tem como principal objetivo verificar a existência de problemas de endogeneidade, avaliando o modelo através de testes de autocorrelação nos resíduos de primeira e segunda ordem, designados como AR (1) e AR (2), respetivamente.

No caso dos modelos dinâmicos de GMM, é esperado que a hipótese nula de correlação serial de primeira ordem (AR (1)) seja rejeitada, evidenciando a presença de autocorrelação de primeira ordem. Por outro lado, para a correlação serial de segunda ordem (AR (2)), é esperado que a hipótese nula não seja rejeitada, confirmando a ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Na prática, a decisão sobre a validade dos instrumentos é tomada com base no *p-value* associado ao Teste de Arellano-Bond. Um *p-value* superior ao nível de significância convencional (5%), no teste AR (2), leva à não rejeição da hipótese nula, indicando a ausência de autocorrelação de segunda ordem e evidenciando que o modelo está corretamente especificado.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

3 DISCUSSÃO DE RESULTADOS

O presente capítulo destina-se à apresentação e discussão dos resultados empíricos obtidos. Em primeiro lugar, é realizada uma exposição das estatísticas descritivas para a caracterização da amostra considerada. Em segundo lugar, são discutidos os resultados obtidos através do método GMM e testadas as hipóteses propostas. Desta forma é possível compreender como é que os determinantes analisados impactam o desempenho económico-financeiro das empresas da amostra e quais os contributos para a prática empresarial.

3.1 Estatísticas Descritivas

Apresentam-se, na tabela 3, as estatísticas descritivas do modelo econométrico em estudo.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
RE	-7.747644	-279.881	325.077	40.9579
EBITDA	-1.736735	-382.2999	58.33009	16.79991
RF	32.5591	-334.534	695.602	96.44966
VENDAS	2.895536	0.0002032	54.82962	3.429055
SUBS	0.8245147	-5.040579	4.478482	1.712667
GASTOS	21.88305	0	469.7503	33.35524
ENDIVIDAMENTO	100.1682	0.155	398.817	74.57108
LIQUIDEZ	6.105088	0.012	700.418	25.21551
PUBLICIDADE	0.4146238	0	224.118	4.733466
FUNCIO	0.6164766	0	4.727388	0.6347753
IDADE	8.447121	0	48	8.573979
DIM	3.910635	-1.021596	7.490626	1.162525

Fonte: Elaboração própria.

A análise da Tabela 3 revela características significativas da amostra estudada. Verificam-se valores médios negativos tanto para a Rendibilidade Económica (-7,75) como para a Margem EBITDA (-1,74), refletindo desafios na geração de rendibilidade operacional. Em contraste, a Rendibilidade Financeira apresenta um valor positivo expressivo (32,56), sugerindo eficácia na criação de valor para os acionistas. Na verdade, no contexto do comércio em feiras e unidades móveis, a reduzida base de capitais próprios, aliada à utilização de regimes contabilísticos simplificados, pode justificar a ocorrência de margens operacionais negativas a par de uma RF positiva, uma vez que lucros líquidos modestos tendem a traduzir-se em retornos relativamente elevados sobre capitais próprios limitados. Os elevados desvios padrão observados nas variáveis dependentes (40,96 para

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

RE, 16,80 para EBITDA e 96,45 para RF) indicam uma notável heterogeneidade no desempenho das empresas. Esta variabilidade é igualmente visível nas variáveis independentes, destacando-se o endividamento médio elevado (100,17) com expressiva dispersão (74,57), refletindo diferentes estratégias financeiras e estágios de desenvolvimento empresarial.

As variáveis de controlo confirmam a diversidade da amostra: a idade das empresas varia entre startups e negócios consolidados, enquanto a dimensão revela predominância de pequenas e médias empresas com relativa homogeneidade. Em síntese, os resultados revelam que o setor do retalho português é marcado por uma enorme heterogeneidade e volatilidade financeira, onde empresas altamente rentáveis coexistem com muitas outras com prejuízos profundos, refletindo um ambiente empresarial desafiante entre 2013 e 2023. Esta dualidade é evidente na rentabilidade económica média negativa, contrastando com valores máximos elevados, e na variabilidade extrema de indicadores-chave como o endividamento e a liquidez, caracterizando um retrato de um setor resiliente, mas ainda em recuperação.

3.2 Discussão de Resultados

Nesta subsecção são apresentados e analisados os resultados dos modelos 1, 2 e 3, estimados através do método GMM-System. A discussão relaciona os resultados obtidos com a evidência empírica existente e com as hipóteses formuladas, permitindo compreender de que forma os fatores em estudo afetam o desempenho das empresas deste setor.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Tabela 4 - Resultados da estimação do modelo 1: RE

	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-value	
Constante	-147.8081	10.18435	-14.51	0.000	***
RE (L1)	-0.0098047	0.0130524	-0.75	0.453	
VENDAS	0.0218924	0.0037676	5.81	0.000	***
SUBS	3.087971	0.5307103	5.82	0.000	***
GASTOS	-0.1918321	0.0246192	-7.79	0.000	***
ENDIVIDAMENTO	-0.3676036	0.146363	-25.12	0.000	***
LIQUIDEZ	0.2884236	0.0288212	10.01	0.000	***
PUBLICIDADE	-0.6100323	0.042614	-14.32	0.000	***
FUNCIO	6.059913	1.083439	5.59	0.000	***
IDADE	0.7935518	0.1658879	4.78	0.000	***
DIM	37.30704	2.113877	17.65	0.000	***
Sargan			52.66717 (53)	0.4871	
Wald			53700000.00 (10)	0.0000	
m1			-0.1213	0.9035	
m2			-1.3285	0.1840	

A regressão é realizada com um painel de dados não balanceados. Importa referir que: i) *, **, e *** indicam níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan, apresenta um p-value superior a 5%, o que indica que os instrumentos utilizados são válidos e exógenos, sendo que os valores entre parêntesis do teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um p-value inferior a 5%, indicando que os coeficientes e a significância conjunta são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 segue uma distribuição normal $N(0,1)$ e avalia a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m2 também segue uma distribuição normal $N(0,1)$ e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem. Fonte da tabela: Elaboração própria.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Como se pode observar, todas as variáveis independentes analisadas revelaram-se estatisticamente significativas, indicando a robustez do modelo e a sua relevância para explicar os determinantes da rentabilidade económica no setor do comércio em bancas e mercados (CAE 478).

A análise individual dos coeficientes revela padrões distintos na forma como cada variável influencia a rentabilidade económica. O coeficiente positivo e estatisticamente significativo das vendas totais (0,022) confirma o seu papel fundamental como motor de rentabilidade, sustentando a premissa de que um maior volume de negócios potencia a eficiência na utilização dos ativos (Agoraki et al., 2023).

Os subsídios à exploração aparecem como um dos fatores mais impactantes (coeficiente de: 3,088), corroborando a tese de que estes apoios, ao reduzirem custos operacionais, permitem um maior aproveitamento da produtividade e consequentemente melhoram o desempenho empresarial (Du et al., 2023).

Em contraste, os gastos sociais revelam um efeito negativo (-0,192), posição que encontra suporte em Dimitropoulos (2022) e Sharma e Chakraborty, S. (2024), que argumentam que estes custos - incluindo salários, benefícios pós-emprego e bónus - podem representar um encargo financeiro rígido que limita a flexibilidade operacional da empresa, especialmente em setores de margens reduzidas como o retalho, onde a capacidade de ajuste rápido a flutuações de mercado é crucial.

O endividamento apresenta igualmente uma relação negativa com a rentabilidade económica (-0,368), reforçando a perspetiva de que o financiamento externo excessivo pode gerar custos de agência e riscos de alavancagem que prejudicam a performance operacional (Mnyaka-Rulwa & Akande, 2025).

A liquidez destaca-se pelo seu impacto positivo (0,288), validando os resultados de Johan et al. (2024) e o duplo benefício identificado por Nam et al. (2024), já que além de constituir uma reserva estratégica, permite reduzir a dependência de financiamento externo, minimizando assim os encargos financeiros.

Surpreendentemente, os gastos com publicidade mostram um efeito negativo acentuado (-0,610), contradizendo frontalmente a literatura tradicional que associa este investimento

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

a melhorias de rentabilidade (Rahman et al., 2020). Este resultado sugere não apenas possíveis ineficiências na alocação destes recursos, mas talvez uma má concepção estratégica das campanhas publicitárias face às reais necessidades do mercado. Na verdade, este resultado é particularmente relevante no contexto do comércio em feiras e unidades móveis, onde os recursos financeiros são limitados e os públicos-alvo são altamente segmentados e voláteis. Gastos elevados com publicidade, sem adaptação à sazonalidade, localização ou perfil do cliente, podem não gerar retorno efetivo, refletindo não apenas ineficiências na alocação, mas também uma estratégia pouco ajustada às dinâmicas específicas deste setor.

O número de funcionários revela-se como uma das variáveis mais influentes (6,060), confirmando de forma robusta que a força laboral constitui um ativo estratégico determinante, com impacto direto e significativo na capacidade operacional e rentabilidade das empresas (Nagar & Arya, 2025). Esta relação é particularmente relevante no contexto do comércio em feiras e unidades móveis, onde a intensidade do trabalho, a necessidade de flexibilidade e a proximidade ao cliente tornam o capital humano um fator crítico de sucesso. Importa notar que este efeito positivo não entra em contradição com o sinal negativo associado aos gastos sociais, uma vez que, nestes negócios de pequena escala e receitas sazonais, custos fixos adicionais relacionados com benefícios e subsídios podem reduzir temporariamente a rentabilidade, sem diminuir a importância estratégica da força de trabalho.

Quanto às variáveis de controlo, tanto a idade (0,794) como a dimensão (37,307) das empresas apresentam coeficientes positivos, refletindo as vantagens competitivas associadas à maturidade empresarial - como curvas de aprendizagem consolidadas e maior estabilidade financeira - e às economias de escala que permitem às empresas de maior dimensão otimizar a utilização dos seus recursos.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Tabela 5 - Resultados da estimação do modelo 2: Margem EBITDA

	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-value	
Constante	-151.103	7.137447	-21.17	0.000	***
EBITDA (L1)	0.0171628	0.0020442	8.40	0.000	***
VENDAS	0.009618	0.0034121	2.82	0.005	***
SUBS	2.992818	0.2001068	14.96	0.000	***
GASTOS	-0.3087771	0.008709	-35.45	0.000	***
ENDIVIDAMENTO	-0.083068	0.0090983	-9.13	0.000	***
LIQUIDEZ	0.8689409	0.0512629	16.95	0.000	***
PUBLICIDADE	-0.5267243	0.0447111	-11.78	0.000	***
FUNCIO	2.092	0.4080037	5.13	0.000	***
IDADE	5.991252	0.1237054	48.43	0.000	***
DIM	22.23059	1.265126	17.57	0.000	***
Sargan			54.94684 (53)	0.4007	
Wald			140000000.00 (10)	0.0000	
m1			-1.2888	0.1975	
m2			-0.48801	0.6255	

A regressão é realizada com um painel de dados não balanceados. Importa referir que: i) *, **, e *** indicam níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan, apresenta um p-value superior a 5%, o que indica que os instrumentos utilizados são válidos e exógenos, sendo que os valores entre parêntesis do teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um p-value inferior a 5%, indicando que os coeficientes e a significância conjunta são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 segue uma distribuição normal $N(0,1)$ e avalia a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m2 também segue uma distribuição normal $N(0,1)$ e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem. Fonte da tabela: Elaboração própria.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

A estimação do modelo para a Margem EBITDA revela que o termo defasado (L1) apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, indicando persistência da performance operacional. Esta característica, documentada por Hirsch et al. (2021) em contextos de retalho, reflete a persistência da performance operacional ao longo do tempo, indicando que a rentabilidade passada tende a ser um indicador relevante da rentabilidade futura, mesmo perante variações operacionais típicas do setor.

A significância estatística universal das nove variáveis independentes confirma a robustez do modelo e valida todas as hipóteses propostas, demonstrando a capacidade explicativa integral do conjunto de determinantes selecionados.

As Vendas Totais confirmam o seu papel positivo (0,010), embora com impacto moderado, corroborando a tese de Dvoulety & Blažková (2022) sobre a relação crescimento conjunto vendas-EBITDA, e reforçando que, mantida a gestão eficiente de custos, o aumento de vendas gera melhorias proporcionais na margem operacional (Tudose et al., 2022)

Os Subsídios à Exploração aparecem como determinante crucial (2,993), posicionando-se como a variável de maior impacto direto após as variáveis de controlo, validando a premissa de Zhong et al. (2022) sobre sua capacidade de redução de custos e geração de folga orçamental para reinvestimento.

Os Gastos Sociais mantêm sinal negativo (-0,309) quando a Margem EBITDA é usada como variável dependente, indicando que pressões salariais e custos laborais rígidos dificultam o ajuste operacional em setores de baixa margem (Lee et al., 2021).

O Endividamento, ainda que com impacto reduzido (-0,083), corrobora a perspetiva de Ngo et al. (2020) sobre seus efeitos negativos na rentabilidade operacional.

A Liquidez afirma-se como pilar estratégico (0,869), com Vintilă et al. (2025) destacando o seu papel na resiliência perante choques externos e captura de oportunidades de investimento.

Os Gastos com Publicidade mantêm um impacto negativo significativo na Margem EBITDA (-0,527), corroborando a evidência de Molla & Rahaman (2022) de que

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

investimentos publicitários podem apresentar retorno marginal reduzido quando não geram benefícios sustentáveis a longo prazo.

O Número de Funcionários consolida-se como vantagem competitiva (2,092), sendo a segunda variável de maior impacto positivo, refletindo a dependência operacional do capital humano no retalho tradicional (Garcia-Martinez et al., 2023)

Por fim, as variáveis de controlo revelam padrões consistentes. A Idade (5,991) evidencia as vantagens da maturidade operacional e o poder negocial consolidado, enquanto a Dimensão (22,231) demonstra o impacto das economias de escala e capacidade de investimento em tecnologias eficientes, fundamentais para a otimização de margens num setor de baixa rentabilidade unitária.

Esta análise integrada evidencia que a Margem EBITDA no retalho tradicional reflete um equilíbrio complexo entre persistência operacional, gestão eficiente de custos e estratégias de escala, fornecendo orientação útil para a tomada de decisão num contexto de margens fortemente estrangidas.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Tabela 6 – Resultados da estimação do modelo 3: RF

	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-value	
Constante	47.18133	8.837492	5.34	0.000	***
RF (L1)	-0.1550851	0.0026522	-58.47	0.000	***
VENDAS	0.0169453	0.140562	1.21	0.228	
SUBS	-1.371883	0.3378008	-4.06	0.000	***
GASTOS	1.227787	0.0231693	52.99	0.000	***
ENDIVIDAMENTO	0.1962802	0.140136	14.01	0.000	***
LIQUIDEZ	0.4587343	0.2309215	1.99	0.047	**
PUBLICIDADE	-1.155709	0.4028549	-2.87	0.004	***
FUNCIO	48.2691	7.598389	6.35	0.000	***
IDADE	3.520074	0.3283054	10.72	0.000	***
DIM	-40.74309	3.631325	-11.22	0.000	***
Sargan			53.89861 (53)	0.4398	
Wald			512000000.00 (10)	0.0000	
m1			-1.6388	0.1013	
m2			0.47838	0.6324	

A regressão é realizada com um painel de dados não balanceados. Importa referir que: i) *, **, e *** indicam níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan, apresenta um p-value superior a 5%, o que indica que os instrumentos utilizados são válidos e exógenos, sendo que os valores entre parêntesis do teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um p-value inferior a 5%, indicando que os coeficientes e a significância conjunta são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 segue uma distribuição normal $N(0,1)$ e avalia a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m2 também segue uma distribuição normal $N(0,1)$ e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem. Fonte da tabela: Elaboração própria.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

A estimação do modelo para a Rendibilidade Financeira (RF) revela características marcadamente distintas face aos modelos operacionais. O coeficiente negativo e estatisticamente significativo do termo defasado RF(L1) (-0,155) indica uma clara reversão à média nos retornos para os acionistas, sugerindo que a performance financeira passada não garante resultados futuros, possivelmente devido à sazonalidade intrínseca do negócio, margens reduzidas ou vantagens competitivas temporárias num setor altamente fragmentado.

A significância estatística de oito das nove variáveis independentes confirma a robustez do modelo, com a exceção das Vendas Totais, que se revelaram não significativas, destacando a natureza específica da rendibilidade financeira face aos indicadores operacionais. Apesar da média da ROA e da Margem EBITDA ser negativa, a ROE mantém-se positiva e sensível às variáveis analisadas, sugerindo que, no retalho em feiras e unidades móveis, a rendibilidade sobre o capital próprio depende mais da alavancagem financeira e da gestão estratégica dos custos do que do desempenho operacional direto. Notar que, como se verificou, períodos de ROE excecionalmente elevados tendem a ser seguidos por retornos mais moderados, em linha com a sazonalidade das vendas e a volatilidade inerente ao comércio em feiras e unidades móveis.

Relativamente aos Subsídios à Exploração, estes apresentam um impacto negativo inesperado (-1,372), constituindo um dos resultados mais contraintuitivos deste estudo. Este resultado contradiz frontalmente a literatura convencional (Staples et al., 2022) e sugere que, na perspetiva do acionista, estes apoios podem não se traduzir num retorno proporcional ao capital próprio, possivelmente devido a efeitos de distorção concorrencial ou à criação de dependências estratégicas que comprometem a eficiência na alocação de recursos.

Os Gastos Sociais representam um investimento estratégico (1,228), validando o estudo de Maraqa et al. (2025) de que o investimento na satisfação dos trabalhadores está diretamente associado a uma melhoria da rendibilidade financeira.

O Endividamento revela-se como alavanca financeira positiva (0,196), corroborando Ali et al. (2022) na eficácia do financiamento externo para potenciar o retorno sobre o capital

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

próprio quando adequadamente estruturado, aproveitando a alavancagem financeira. Os acionistas beneficiam da alavancagem financeira quando a dívida é estruturada para ampliar retornos sem comprometer a estabilidade da empresa.

A Liquidez reforça o seu valor estratégico (0,459), surgindo como um pilar fundamental para a sustentabilidade financeira, refutando os estudos de Johan et al. (2024). Esta relação positiva, apoiada por Thinh et al. (2022), sublinha a importância crítica dos ativos líquidos não apenas como reserva defensiva face à volatilidade do setor, mas como mecanismo ativo de criação de valor para o acionista, permitindo o aproveitamento oportuno de oportunidades de investimento e reduzindo a dependência de financiamento externo oneroso.

Os Gastos com Publicidade mantêm o seu impacto negativo (-1,156), com Molla & Rahaman (2022) sustentando que campanhas mal direcionadas em negócios dependentes de reputação local deterioram o retorno para os acionistas.

O Número de Funcionários destaca-se como determinante principal (48,269), superando todas as outras variáveis e validando Busu et al. (2020) na relação direta entre força laboral e rentabilidade financeira, especialmente relevante num setor onde o capital humano é o principal ativo produtivo.

As variáveis de controlo revelam dinâmicas paradoxais. Enquanto a Idade mantém impacto positivo (3,520) refletindo vantagens da maturidade organizacional, a Dimensão apresenta efeito negativo acentuado (-40,743), sugerindo que o crescimento em escala pode comprometer a eficiência do capital próprio, possivelmente devido a custos de complexidade ou investimentos em áreas menos rentáveis.

Esta análise revela que a Rentabilidade Financeira no retalho tradicional obedece a uma lógica distinta, onde o foco no capital próprio e a eficiência na sua utilização predominam sobre considerações puramente operacionais, oferecendo contribuições cruciais para a tomada de decisão de investidores e gestores orientados para a maximização do valor acionista.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

3.3 Análise Global dos Resultados Obtidos

O estudo dos fatores determinantes para a performance das empresas de retalho em Portugal, entre 2013 e 2023, revela um panorama complexo, que espelha não só a natureza multidimensional da rendibilidade empresarial, mas também a resiliência e capacidade de adaptação do setor num contexto macroeconómico desafiante.

Antes de mais, a opção pelo método GMM-system revelou-se fiável e adequado para analisar estas empresas ao longo do tempo, pois ficou claro que a performance passada influencia a atual. As diferenças no sinal da variável defasada (L1) refletem a natureza distinta de cada indicador: o sinal positivo na Margem do EBITDA confirma que uma boa margem operacional tende a manter-se no ano seguinte, mostrando consistência nas decisões de gestão. Já o sinal negativo na RF sugere que estes tipos de lucro são mais voláteis – um ano excecionalmente bom (ou mau) é muitas vezes seguido de uma correção no ano seguinte, o que é típico de setores cíclicos como o retalho, sendo o acionista consciente desta volatilidade.

A análise separada da Rendibilidade Económica (RE), da Margem EBITDA e da Rendibilidade Financeira (RF) permite captar diferentes dimensões da saúde financeira das empresas, cada uma com a sua lógica própria e igualmente válida, que configuram uma visão integrada e representativa da dinâmica setorial.

Observa-se que os indicadores de performance operacional, como a RE e a Margem EBITDA, respondem de forma muito consistente e intuitiva aos determinantes de eficiência e gestão. A utilização conjunta da Margem EBITDA e da Rendibilidade Económica (RE) longe de ser redundante, permite uma leitura complementar e estratificada do desempenho. A Margem do EBITDA atua como um indicador puro da eficiência operacional e das decisões de gestão central, isolando o resultado do negócio principal do impacto de decisões financeiras e fiscais. Por outro lado, a RE/ROA reflete não só essa eficiência operacional, mas também a perceção global de todos os stakeholders sobre a rendibilidade e a sustentabilidade futura da empresa.

O impacto positivo das Vendas e o efeito negativo dos Gastos Sociais e do Endividamento confirmam que os determinantes de eficiência operacional são consistentes nos modelos

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

de RE e Margem EBITDA. Apesar das Vendas contribuírem positivamente, a média da RE/ROA e da Margem EBITDA permanece negativa, refletindo a sazonalidade, os custos fixos elevados e margens historicamente baixas do setor. O efeito negativo dos Gastos Sociais e do Endividamento evidencia a sensibilidade destas métricas à disciplina orçamental e à gestão financeira cautelosa. Já os Subsídios à Exploração apresentam um padrão mais complexo, positivos para a performance operacional de curto prazo, mas negativos para a RF, sugerindo que nem sempre se traduzem em retorno proporcional para os acionistas.

Esta coerência reforça a solidez das conclusões, sublinhando que uma gestão focada na atividade comercial, no controlo de custos e na prudência financeira é fundamental tanto para a geração de cash-flow operacional (EBITDA) como para a perceção de rentabilidade sustentável (RE/ROA).

A Liquidez, como fator positivo transversal, corrobora ainda a ideia de que um balanço sólido é um pilar comum tanto para a eficiência do dia a dia como para a confiança no futuro. Já a RF, que reflete a rendibilidade para os acionistas, apresenta uma lógica distinta, mas complementar, espelhando estratégias de crescimento e alavancagem financeira. O sinal positivo associado ao Endividamento nesta métrica indica que, mesmo com média de RE e MgEBITDA negativas, a dívida bem estruturada pode amplificar o retorno sobre o capital próprio. Da mesma forma, gastos estratégicos em investimento operacional podem sacrificar margens de curto prazo, mas potenciar valor e retorno futuro para o acionista. A influência positiva e significativa do número de funcionários em todos os modelos sugere que o investimento em capital humano é um pilar fundamental para a criação de valor, seja operacional ou financeiro. Fatores estruturais como a Idade e a Dimensão confirmam o seu papel relevante: a idade traz experiência e fidelização, enquanto a dimensão evidencia que estratégias de escala podem visar robustez operacional ou agilidade financeira.

Em suma, os resultados dos três modelos ilustram a versatilidade e as múltiplas trajetórias para o sucesso no retalho português. As empresas equilibram prudência operacional com ambição de crescimento, utilizando alavancagem e gestão estratégica de custos, sempre

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

moldadas pelo enquadramento macroeconómico e pela centralidade de uma gestão orientada para recursos e liquidez. Estes resultados espelham um tecido empresarial resiliente, que aprendeu com desafios passados e constrói alicerces para o futuro.

4 CONCLUSÃO

4.1 Principais conclusões

Este estudo analisou os determinantes do desempenho de 816 empresas de retalho no mercado português (CAE 478) entre 2013 e 2023, utilizando o método de estimação GMM-System para dados em painel. Os resultados revelam um panorama complexo onde diferentes dimensões de performance respondem de forma distinta aos mesmos fatores. A investigação demonstra que a rendibilidade operacional apresenta uma trajetória temporal consistente, com a Margem do EBITDA a mostrar persistência ao longo do tempo, refletindo a estabilidade característica das estruturas de custos operacionais neste setor, mesmo com margens historicamente baixas e sazonalidade acentuada.

Em contraste, a rendibilidade financeira apresenta um padrão de reversão à média, evidenciando a natureza volátil e cíclica dos retornos para acionistas num ambiente empresarial altamente competitivo, caracterizado por intensa rotatividade de operadores, sazonalidade acentuada, disputa por locais estratégicos nas feiras e forte pressão sobre margens. Um dos resultados mais significativos reside no impacto consistentemente negativo dos gastos com publicidade em todas as métricas de desempenho. No contexto do retalho em feiras e unidades móveis, estas despesas podem não se traduzir em aumento de vendas ou margens, refletindo ineficiências na conceção e implementação das estratégias de comunicação, muitas vezes pouco alinhadas com a sazonalidade, mobilidade e comportamento do público-alvo.

Os resultados destacam ainda o papel fundamental de três pilares estratégicos: a liquidez como amortecedor de volatilidade e facilitador de oportunidades, a dimensão laboral como motor de produtividade e valorização, e a maturidade empresarial como vetor de eficiência e estabilidade. A identificação de trade-offs relevantes entre eficiência operacional e rendibilidade financeira sublinha a natureza multidimensional da criação de valor neste sector, exigindo práticas de gestão diferenciadas e adaptadas às especificidades de cada métrica de performance. Estas conclusões contribuem para uma compreensão mais detalhada das dinâmicas de desempenho no retalho tradicional, destacando a necessidade de estratégias distintas conforme o objetivo de performance

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

prioritário e abrindo caminho para políticas de gestão e intervenção mais sofisticadas e eficazes.

4.2 Implicações Teóricas e Práticas

Implicações Teóricas

Os resultados alcançados permitem identificar a existência de efeitos não lineares e assimétricos, bem como a existência de *trade-offs* entre indicadores económico-financeiros e determinantes empresariais num setor pouco explorado. Este estudo, confirma a multidimensionalidade da performance empresarial, exigindo uma análise integrada das métricas operacionais e financeiras. Contribui para a literatura, colmatando um gap, sobre a heterogeneidade estratégica em setores fragmentados.

Implicações Práticas

Para Gestores: devem priorizar a gestão estratégica da liquidez como vantagem competitiva; otimizar a dimensão laboral como alavanca de produtividade e rever criticamente as estratégias de publicidade e comunicação, especialmente em feiras e comércio móvel.

Para Investidores e Banca: Podem considerar a maturidade empresarial como critério de avaliação de risco; reconhecer o potencial de alavancagem financeira em empresas consolidadas e valorizar a gestão operacional consistente (persistência do EBITDA).

Para Reguladores e Comunidade: Devem reformular critérios de atribuição de subsídios com foco em sustentabilidade; desenvolver políticas de apoio diferenciadas por estágio de desenvolvimento empresarial e promover programas de capacitação em gestão financeira dirigidos ao pequeno retalho.

4.3 Limitações e Linhas de Investigação Futura

Limitações

A especificidade setorial pode limitar a generalização de resultados. Para além disso, não foram consideradas variáveis contextuais, como densidade populacional, níveis de competitividade ou indicadores ESG.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Linhas de Investigação Futuras

Futuramente, será relevante incluir variáveis de contexto local, como densidade populacional, e estimar modelos que considerem interações com variáveis.

4.4 Consideração Final

Esta dissertação revela que o setor do retalho tradicional português se configura como um terreno fértil para a análise do desempenho empresarial, demonstrando notável sensibilidade tanto a pressões competitivas externas quanto a fatores operacionais internos. Os resultados obtidos reforçam a importância crítica de uma gestão que concilie eficiência operacional com criação de valor financeiro, salientando-se particularmente a necessidade de disciplina orçamental, seletividade nos investimentos, critérios rigorosos na atribuição de subsídios, gestão eficiente da força laboral, prudência no endividamento e uma reapreciação estratégica do potencial da publicidade. Em última análise, esta investigação constitui um contributo significativo para o preenchimento de uma lacuna na evidência empírica sobre este subsector específico, oferecendo contribuições relevantes para gestores, na otimização das operações; para investidores, na avaliação de oportunidades; e para decisores políticos, na conceção de instrumentos de apoio alinhados às necessidades do tecido comercial nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adan, M., & Hussain, S. I. (2021). The relationship between economic growth, small and medium enterprises and the number of employees in Malaysia using vine copula approach. *Sains Malaysiana*, 50(8), 2455-2468.

Agoraki, M. E. K., Giaka, M., Konstantios, D., & Patsika, V. (2023). Firms' sustainability, financial performance, and regulatory dynamics: Evidence from European firms. *Journal of International Money and Finance*, 131, 102785.)

Akorede, H. (2023). Advertising and financial performance: insight from a competitive market in Africa. *Measuring Business Excellence*, 27(4), 634-650.

Alahdal, W. M., Hashim, H. A., Almaqtari, F. A., Salleh, Z., & Pandey, D. K. (2024). The moderating role of board gender diversity in ESG and firm performance: empirical evidence from Gulf countries. *Business strategy & development*, 7(3), e70004.

Ali Shah, S. Z., & Akbar, S. (2008). Value relevance of advertising expenditure: A review of the literature. *International Journal of Management Reviews*, 10(4), 301-325.

Ali, A., & Shaik, A. R. (2022). Effect of debt financing on firm performance: A study on energy sector of Saudi Arabia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(6), 10-15.

Ali, S., Rangone, A., & Martín-de Castro, G. (2025). Debt financing as moderator in the relationship between intellectual capital and SMEs performance. *Management research review*, 48(13), 1-19.

Arellano, M. And Bover, O. (1995), "Another look at the instrumental variable estimation of error-components models", *Journal of Econometrics*, Vol. 68 No. 1, pp. 29-51.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.

Badu, L.A. and Appiah, K.O. (2017), "The impact of corporate board size on firm performance: evidence from Ghana and Nigeria", *Research in Business and Management*, Vol. 4 No. 2, pp. 1-12.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

- Beccalli, E., Doninelli, N., & Orsini, C. (2023). Value premium and macroeconomic variables. *European Financial Management*, 29(4), 1336-1374.
- Bhatnagar, C. S., Bhatnagar, D., & Bhullar, P. S. (2023). Social expenditure, business responsibility reporting score and firm performance: Empirical evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(6), 1404-1436.
- Blundell, R. And Bond, S. (1998), “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”, *Journal of Econometrics*, Vol. 87 No. 1, pp. 115-143
- Boubaker, S., Dang, V. A., & Sassi, S. (2022). Competitive pressure and firm investment anwarefficiency: Evidence from corporate employment decisions. *European Financial Management*, 28(1), 113-161.
- Busu, M., Vargas, M. V., & Gherasim, I. A. (2020). An analysis of the economic performances of the retail companies in Romania. *Management and Marketing*, 15(1), 125-133.
- Cao, Z., & Rees, W. (2020). Do employee-friendly firms invest more efficiently? Evidence from labor investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101744.
- Chalabi-Jabado, F., & Ziane, Y. (2024). Climate risks, financial performance and lending growth: Evidence from the banking industry. *Technological Forecasting and Social Change*, 209, 123757.
- Chali, B. D., & Lakatos, V. (2024). The Impact of Human Resource Management on Financial Performance: A Systematic Review in Cooperative Enterprises. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(10), 439.
- Chaturvedi, T., & Weigelt, C. (2024). Operating synergy and post-acquisition integration in corporate acquisitions: A resource reconfiguration perspective. *Long Range Planning*, 57(3), 102428.
- Chi, G., Huang, X., Zhou, Y., & Guo, X. (2023). Discriminating the default risk of small enterprises: Stacking model with different optimal feature combinations. *Expert Systems with Applications*, 229, 120494.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Dahiyat, A. A., Weshah, S. R., & Aldahiyat, M. (2021). Liquidity and solvency management and its impact on financial performance: Empirical evidence from Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 135-141.

D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate social responsibility and environmental management*, 27(2), 909-924.

Dimitropoulos, P. (2022). Corporate social responsibility and corporate financial performance in the EU. In *Corporate Social Responsibility and Governance* (pp. 166-180). Routledge.

Du, J., Girma, S., Görg, H., & Stepanok, I. (2023). Who wins and who loses from state subsidies?. *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, 56(3), 1007-1031.

Duguleană, C., Duguleană, L., & Deszke, K. D. (2024). Financial performance and capital structure—an econometric approach for Romanian e-commerce companies during the COVID-19 pandemic. *Economic Analysis and Policy*, 83, 786-812.

Dvouletý, O., & Blažková, I. (2022). Relationship between firm total factor productivity and performance: the case of the Czech high-tech industry. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 14(4-5), 391-412.

Fenyves, V., Zsido, K. E., Bircea, I., & Tarnoczi, T. (2020). Financial performance of Hungarian and Romanian retail food small businesses. *British food journal*, 122(11), 3451-3471.

Foster, B. P., Manikas, A., Preece, D., & Kroes, J. R. (2021). Noteworthy diversity efforts and financial performance: Evidence from DiversityInc's top 50. *Advances in accounting*, 53, 100528.

Fundação José Neves. (2023, 6 de dezembro). Comércio continua a ser o setor que mais emprega em Portugal. Fundação José Neves. Recuperado de <https://www.joseneves.org/artigo/comercio-continua-a-ser-o-setor-que-mais-emprega-em-portugal>

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Garcia-Martinez, L. J., Kraus, S., Breier, M., & Kallmuenzer, A. (2023). Untangling the relationship between small and medium-sized enterprises and growth: a review of extant literature. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 19(2), 455-479.

Guedes, R., Neves, M. E., & Vieira, E. (2025a). Unlocking Performance Potential in Iberian Companies: ESG Components and Board Diversity Dynamics. *Benchmarking: an International Journal*, ahead-of print. DOI:10.1108/BIJ-01-2025-0045

Guedes, R., Neves, M. E., & Vieira, E. (2025b). Bridging governance gaps: politically connected boards, gender diversity and the ESG performance puzzle in Iberian companies. *Business Process Management Journal*, 31(1), 365-389.

Hammer, B., Marcotty-Dehm, N., Schweizer, D., & Schwetzler, B. (2022). Pricing and value creation in private equity-backed buy-and-build strategies. *Journal of Corporate Finance*, 77, 102285.

Han, Z., Tang, S., & Li, Z. (2025). Design Innovation and Firm Performance: Evidence from Patent Subtype Analysis. *International Review of Economics & Finance*, 104363.

Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1029-1054.

Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2015). Relationships between corporate social responsibility and financial performance: what is the causality?. *Journal of business & Management*, 4(1), 18-43.

Hirsch, S., Lanter, D., & Finger, R. (2021). Profitability and profit persistence in EU food retailing: Differences between top competitors and fringe firms. *Agribusiness*, 37(2), 235-263.

Instituto Nacional de Estatística. (2007). Classificação Portuguesa das Actividades Económicas – Revisão 3. Instituto Nacional de Estatística. Recuperado de https://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf

Jing, R., & Zhu, H. (2024). Are retail investors liquidity providers? Evidence from the STAR and ChiNext markets in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 83, 102223.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Johan, S., Kayani, U. N., Naeem, M. A., & Karim, S. (2024). How effective is the cash conversion cycle in improving firm performance? Evidence from BRICS. *Emerging Markets Review*, 59, 101114.jo

Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093.

Kayani, U., Dsouza, S., Husain, Z., Nawaz, F., & Hasan, F. (2025). Does the performance of financial technology (fintech) firms matter: evidence from North American and European fintech firms. *Cogent Economics & Finance*, 13(1), 2451050.

Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Macmillan.

Lee, Y. H., & Yang, L. T. Y. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: a case study based in Taiwan. *Applied Economics*, 53(23), 2661-2670.

Liang, C. (2024). Advertising rivalry and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 77(1), 101611.

Luo, X., Aznie CR, R., & Awang, A. (2025). The evolution of retail outlet distribution: a systematic review of spatial patterns, drivers, and implications for urban development and economic growth. *Frontiers in Sustainable Cities*, 7, 1628137.

Manyanga, W., Kanyepe, J., Chikazhe, L., & Manyanga, T. (2023). The effect of debt financing on the financial performance of SMEs in Zimbabwe. *Cogent social sciences*, 9(2), 2282724.

Maraqa, A., Argiles-Bosch, J. M., & Kasperskaya, Y. (2025). Exploring the link between work-life balance and corporate financial performance across legal traditions. *Discover Sustainability*, 6(1), 518.

Marimuthu, F. (2020). Government assistance to state-owned enterprises: a hindrance to financial performance. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 40.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

MN, N., Shenoy, S. S., Chakraborty, S., & BM, L. (2024). Is the nexus between capital structure and firm performance asymmetric? An emerging market perspective. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2296195.

Mnyaka-Rulwa, N. P., & Akande, J. O. (2025). Does leverage influence the impact of pay gaps on performance in listed retail and mining firms? Evidence from South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 15(1), 242-270.

Molla, M. I., & Rahaman, M. K. B. (2022). Effect of advertising spending on operating and market performance of banks: empirical evidence from Bangladesh. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 97-110.

Moore, G. (2001). Corporate social and financial performance: An investigation in the UK supermarket industry. *Journal of Business ethics*, 34, 299-315.

Nagar, N., & Arya, A. (2025). Pay inequality and firm performance. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 100510.

Nam, N. H. P., & Tuyen, T. T. M. (2024). Impact of liquidity on capital structure and financial performance of non-financial-listed companies in the Vietnam stock market. *Future Business Journal*, 10(1), 126.

Nasution, M. D. T. P., Rini, E. S., Absah, Y., & Sembiring, B. K. F. (2022). Social network ties, proactive entrepreneurial behavior and successful retail business: a study on Indonesia small enterprises. *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*, 24(1), 141-160.

Nazir, A., Azam, M., & Khalid, M. U. (2021). Debt financing and firm performance: empirical evidence from the Pakistan Stock Exchange. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), 324-334.

Neves, M. E., Carvalho, V., Dias, A., & Guedes, R., (2025b) Determinants of Performance in Portuguese Wholesale Trade of Metals Metal Ores: A GMM-Based Panel Data Analysis. *Euromed: journal of business, forthcoming*

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Neves, M., Baptista, L., Dias, A. and Lisboa, I. (2023), "What factors can explain the performance of energy companies in Portugal? Panel data evidence", *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 72 No. 3, pp. 730-752.

Neves, M.E, Cancela, B., & Proença, C., (2025a). Navigating Standards and Perceptions: The Impact of ISO Certifications and Corruption Perception on Euronext Lisbon Firms' Performance, *Management Research, the journal of the Iberoamerican Academy of management*, ahead-of print. Doi10.1108/MRJIAM-10

Neves, M.E.D (2018), "Payout and firm's catering", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 14 No. 1, pp. 2-22

NGO, V. T., TRAM, T. X. H., & VU, B. T. (2020). The impact of debt on corporate profitability: evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 835-842.

Nguyen, T. T. C., Le, A. T. H., & Van Nguyen, C. (2024). The impact of liquidity and corporate efficiency on profitability. *Emerging Science Journal*, 8(1), 180-191.

Niu, J. (2024). Liquidity hoarding and bank profitability: The role of economic policy uncertainty. *Finance Research Letters*, 68, 106003niu

Peng, L., & Li, Y. (2024). Effects of diversified subsidies on the decisions of infrastructure operators considering charging infrastructure construction level and price sensitivity. *Environment, Development and Sustainability*, 26(5), 11343-11377.

Pereira, E., Costa Santos, M., Tavares da Silva, R., & Rebelo, T. (2022). Pilar de competitividade: Financiamento, endividamento e investimento das empresas. *Gabinete de Estratégia e Estudos*.

Piao, X., & Choi, M. (2022). The different effects of firm resources on firm performance under volatility: An examination using big data. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022(1), 6151667.

Qin, V., Pauwels, K., & Zhou, B. (2024). Data-driven budget allocation of retail media by ad product, funnel metric, and brand size. *Journal of Marketing Analytics*, 12(2), 235-249.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Rahman, M., Rodríguez-Serrano, M. Á., & Hughes, M. (2021). Does advertising productivity affect organizational performance? Impact of market conditions. *British Journal of Management*, 32(4), 1359-1383.

Rahman, M., Rodríguez-Serrano, M. Á., & Lambkin, M. (2020). Advertising efficiency and profitability: evidence from the pharmaceutical industry. *Industrial Marketing Management*, 89, 619-629.

Sargan, J. D. (1958). The instability of the Leontief dynamic model. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 381-392.

Sellers-Rubio, R., & Calderón-Martínez, A. (2021). Brand strategy scope and advertising spending: The more the better?. *Tourism Economics*, 27(1), 70-85.

Sels, L., De Winne, S., Delmotte, J., Maes, J., Faems, D., & Forrier, A. (2006). Linking HRM and small business performance: An examination of the impact of HRM intensity on the productivity and financial performance of small businesses. *Small business economics*, 26, 83-101.

Serrasqueiro, Z., Pinto, B., & Sardo, F. (2023). SMEs growth and profitability, productivity and debt relationships. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 28(56), 404-419.

Sharma, D., & Chakraborty, S. (2024). Corporate social responsibility and financial performance: does CSR strategic integration matter?. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2392182.

Shubita, M. F., Mansour, M., Saleh, M. W., Lutfi, A., & Shubita, D. A. (2024). Impact of advertising and sales promotion expenses on the sales performance of Jordanian companies: The moderating role of firm size. *Innovative Marketing*, 20(4), 146.

Son, P. V. H., & Duong, L. T. (2024). Research on applying machine learning models to predict and assess return on assets (ROA). *Asian Journal of Civil Engineering*, 25(5), 4269-4279.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Staples, A. J., & Krumel Jr, T. P. (2023). The Paycheck Protection Program and small business performance: Evidence from craft breweries. *Small Business Economics*, 61(3), 931-956.

Thinh, T. Q., Thuy, L. X., & Tuan, D. A. (2022). The impact of liquidity on profitability—evidence of Vietnamese listed commercial banks. *Banks and Bank Systems*, 17(1), 94-103.

Traini, S., Goldman, N. C., & Lewellen, C. M. (2024). Aggressive tax planning and labor investments. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 39(3), 697-725.

Triguero, R., Peña-Vinces, J., González-Rendon, M., & Sánchez-Apellaniz, M. (2012). Prácticas de la gerencia de recursos humanos dirigida a buscar el compromiso de los empleados en el desempeño organizacional financiero y no-financiero (subjetivo) en empresas españolas: una contribución empírica. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 17(32), 17-30.

Tudose, M. B., Rusu, V. D., & Avasilcai, S. (2022). Financial performance—determinants and interdependencies between measurement indicators. *Business, Management and Economics Engineering*, 20(1), 119-138

ul Moin, H., & Qureshi, N. A. (2023). The impact of human resource accounting on profitability: A study of listed textile firms on PSX. *International Journal of Management Research and Emerging Sciences*, 13(4).

van der Laken, P., Beijer, S., Nijs, S., van Veldhoven, M., & Paauwe, J. (2020). The costs of store sales for retail workers. *Frontiers in Psychology*, 11, 536970.

Vieira, E. S., Madaleno, M., & Neves, M. E. (2025). The moderating effect of family firms on the relationship between business sustainability and capital structure. *Journal of Family Business Management*.

Wright, P. M., Gardner, T. M., & Moynihan, L. M. (2003). The impact of HR practices on the performance of business units. *Human resource management journal*, 13(3), 21-36.

Determinantes do Desempenho Empresarial: O caso do Comércio a Retalho em Portugal

Xu, J., Akhtar, M., Haris, M., Muhammad, S., Abban, O. J., & Taghizadeh-Hesary, F. (2022). Energy crisis, firm profitability, and productivity: An emerging economy perspective. *Energy Strategy Reviews*, 41, 100849.

Zhong, Y., Yang, T., Zillmann, S., & Cao, B. (2022). The role of government regulatory policies in financing capital-constrained retailers under competition. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 157, 102572.

Zhou, S., Noordin, B. A. A., Tunde, M. B., Chen, Y., & Xu, K. (2025). Working capital management and corporate profitability: the moderating role of foreign ownership. *Finance Research Letters*, 81, 107466.