



Școala doctorală interdisciplinară

Domeniul de doctorat: Management

TEZĂ DE ABILITARE

De la Sustenabilitatea Corporativă la
Construcția și Optimizarea Portofoliilor Bazate
pe Criterii ESG: Un Cadru Multi-Nivel pentru
Performanță

Candidat:

Lect. univ. dr. Radu-Alexandru, ȘERBAN



REZUMAT

Prezenta teză de abilitare dezvoltă un cadru analitic multi-nivel care abordează una dintre cele mai consecvente tranziții din cercetarea contemporană în management: trecerea de la o concepție exclusiv financiară a performanței corporative către un model integrat care încorporează dimensiunile de mediu, sociale și de guvernare corporativă (ESG) și extinde această integrare de la nivelul firmei individuale la construcția și optimizarea portofoliilor de investiții. Teza este structurată în jurul a două direcții principale de cercetare, corespunzătoare, respectiv, măsurării performanței corporative în accepțiunea sa extinsă și aplicării indicatorilor non-financiarilor ESG în managementul cantitativ avansat al investițiilor, fiecare constituind o contribuție originală și coerentă pe plan intern la literatura existentă din domeniul managementului. Noutatea științifică a lucrării rezidă în trei aspecte interdependente: demonstrarea empirică sistematică a faptului că indicatorii ESG dispun de o capacitate explicativă incrementală dincolo de indicatorii financiarilor tradiționali în diverse contexte industriale și geografice; avansul metodologic constând în aplicarea Teoriei Post-Moderne a Portofoliului (PMPT) sub constrângeri ESG explicite ca alternativă superioară cadrului clasic Markowitz în practica managementului investițiilor; și extinderea optimizării de portofoliu integrate ESG către piețele de capital europene de frontieră, un domeniu rămas în mare parte neexplorat în literatura internațională de management și de management al investițiilor.

Direcția de cercetare I: Măsurarea performanței corporative — de la indicatorii financiarilor la indicatorii non-financiarilor

Prima direcție de cercetare este motivată de inadecvarea tot mai pronunțată a indicatorilor pur financiarilor de performanță în surprinderea întregii ample a creării de valoare la nivel corporativ, o limitare recunoscută din ce în ce mai mult în literatura de management al performanței, management strategic și management al sustenabilității. Obiectivul său principal este de a examina modul în care indicatorii non-financiarilor de sustenabilitate, și în mod particular scorurile ESG, se raportează la, și în mai multe contexte chiar depășesc, măsurile financiare tradiționale ca determinanți ai performanței corporative, ai poziționării competitive și ai valorii de piață. Acest obiectiv este urmărit într-un set deliberat eterogen de contexte industriale, sectoarele bunurilor de lux, farmaceutic și al modei, precum și eșantioane globale multi-sectoriale, pentru a genera concluzii cu o lărgime suficientă spre a susține generalizarea, păstrând în același timp specificitatea sectorială care caracterizează cercetarea aplicată semnificativă în management.

Arhitectura metodologică a acestei direcții combină modelarea clasică din managementul financiar cu analiza contemporană a datelor de tip panel și modelarea cu ecuații structurale. Funcția Z-score a lui Altman este aplicată sectorului bunurilor de lux pentru a evalua

probabilitatea de dificultate financiară și reziliența structurală pe un eșantion stratificat de firme listate, oferind o linie de bază cantitativă în raport cu care contribuția incrementală a variabilelor non-financiare poate fi evaluată. Designuri de tip event-study și modele de regresie longitudinală sunt utilizate în sectorul farmaceutic pentru a izola efectele asupra performanței ale fuziunilor și achizițiilor, o temă canonică în managementul strategic, controlând profilurile ESG anterioare fuziunii. Specificații de regresie pe panel sunt folosite pentru a cuantifica impactul comun al scorurilor ESG și al valorii adăugate economice asupra capitalizării de piață în multiple sectoare și regiuni geografice. În același timp, modelarea cu ecuații structurale prin metoda Partial Least Squares (PLS-SEM) este aplicată pentru a identifica determinanții financiari și non-financiari ai competitivității sustenabile în patru sectoare economice globale. O contribuție metodologică suplimentară constă în operaționalizarea sub-dimensiunilor scorului ESG ca proxy-uri cantitative pentru adopția economiei circulare în industria modei, utilizând modelul ReSOLVE și ierarhia 9R drept eșafodaj teoretic, o abordare care creează o punte între managementul sustenabilității și măsurarea performanței financiare într-un domeniu în care cuantificarea riguroasă a fost istoric deficitară.

Rezultatele acestei direcții de cercetare conduc la mai multe constatări interdependente cu semnificație atât teoretică, cât și practică pentru management. Modelele clasice de scoring financiar își păstrează puterea discriminatorie semnificativă în contextele industriale contemporane, însă capacitatea lor explicativă este îmbunătățită substanțial atunci când sunt incorporați indicatori non-financiari ESG. Scorurile ESG, analizate alături de indicatorii de valoare adăugată, se dovedesc determinanți semnificativi statistic ai capitalizării de piață, magnitudinea și semnul coeficientului ESG variind sistematic între sectoare. Acest tipar subliniază necesitatea unor cadre de management al performanței specifice fiecărui sector, în defavoarea inferenței agregate, transversale între industrii. În sectorul farmaceutic, calitatea guvernantei anterioare fuziunii moderează traiectoriile non-financiare de performanță post-achiziție, sugerând o complementaritate structurală între profilurile de guvernare ESG și capacitatea de integrare organizațională, pe care literatura de management strategic asupra fuziunilor și achizițiilor nu o formalizase anterior. Analizele longitudinale relevă o asociere predominant pozitivă, deși non-liniară, între îmbunătățirea ESG și performanța financiară pe orizonturi medii și lungi de timp, pilonul guvernantei emergând în mod consecvent ca cel mai robust predictor al avantajului competitiv durabil în cele patru sectoare globale examinate. Exercițiul de mapare a economiei circulare demonstrează că scorurile ESG, atunci când sunt dezagregate la nivelul sub-pilonilor, constituie proxy-uri valide și măsurabile pentru performanța de circularitate, o constatare cu implicații directe pentru practica managementului sustenabilității și pentru proiectarea standardelor de raportare non-financiară.

Privite în ansamblu, concluziile primei direcții de cercetare stabilesc că tranziția de la managementul performanței bazat pe indicatori financiari către un management al performanței integrat ESG este fundamentată empiric pe regularități demonstrabile între industrii și contexte de piață, mai degrabă decât determinată cu precădere de impulsuri normative sau de reglementare. Indicatorii non-financiari nu sunt doar complementari analizei tradiționale din managementul financiar, ci constituie, în mai multe privințe, elemente constitutive ale unui cadru mai complet și mai valid din punct de vedere predictiv pentru managementul

performanței corporative. Aceste concluzii așază fundamentul empiric și conceptual necesar pentru integrarea la nivel de portofoliu urmărită în cea de-a doua direcție de cercetare.

Direcția de cercetare II: Pilonii ESG în construcția și optimizarea portofoliilor de investiții

Cea de-a doua direcție de cercetare extinde logica integrării ESG de la nivelul firmei la nivelul portofoliului, angajându-se cu disciplinele cantitative ale managementului investițiilor și ale teoriei managementului portofoliului. Obiectivul său principal este de a evalua dacă și cum încorporarea criteriilor ESG în construcția portofoliului afectează performanța financiară ajustată la risc și de a avansa stadiul metodologic al artei în managementul investițiilor prin aplicarea Teoriei Post-Moderne a Portofoliului ca un cadru de optimizare, o alegere motivată de inadecvarea demonstrată a măsurilor de risc bazate pe varianță simetrică în surprinderea riscului de scădere care este cel mai relevant pentru investitori și pentru administratorii de active. Un obiectiv secundar, original din punct de vedere empiric, este testarea implementabilității și a eficienței strategiilor de portofoliu cu constrângeri ESG pe piețele de capital europene de frontieră și emergente, în mod specific România și Polonia, unde literatura de management al investițiilor oferă o îndrumare limitată și unde provocările practice ale investițiilor responsabile nu au fost încă examinate riguros.

Abordarea metodologică se desfășoară în două etape. Prima aplică Mișcarea Browniană Geometrică (GBM) și extensia sa modificată (mGBM) principalelor indici bursieri internaționali, atât în regimuri non-criză, cât și în regimuri de criză financiară, integrând simularea Monte Carlo pentru analiza probabilistică de scenariu, un instrument standard în managementul cantitativ al investițiilor, și testarea statistică bazată pe entropie pentru evaluarea eficienței informaționale a piețelor. Acest exercițiu de modelare stabilește atât fundamentele stocastice, cât și ipotezele distribuționale pe care se construiește optimizarea ulterioară a portofoliului. A doua etapă construiește și compară portofolii cu constrângeri ESG sub cadrele MPT și PMPT pe piața acțiunilor din Statele Unite, folosind semi-varianța și raportul Sortino ca principale măsuri de risc sub PMPT, înainte de a adapta cadrul PMPT la caracteristicile structurale ale bursei din București și ale celei din Varșovia, unde constrângerile de lichiditate, universul restrâns de instrumente investibile și transparența ESG incompletă necesită constrângeri de optimizare modificate și proceduri de robustețe bazate pe bootstrapping, adecvate contextelor de management al investițiilor pe piețe de frontieră.

Rezultatele acestei direcții de cercetare au semnificație atât metodologică, cât și normativă pentru practica și teoria managementului investițiilor. În ceea ce privește modelarea stocastică, aplicarea comparativă a GBM și mGBM relevă faptul că GBM standard subestimează sistematic riscul de coadă în perioadele de criză din cauza ipotezei sale de drift constant, în timp ce extensia mGBM, care încorporează dinamici de revenire la medie, oferă o potrivire distribuțională substanțial superioară în perioadele de stres structural al pieței, cu implicații directe pentru managementul riscului în cadrul managementului portofoliului. Testele de eficiență bazate pe entropie confirmă niveluri eterogene de eficiență informațională între piețele eșantionate, piețele de frontieră prezentând grade mai scăzute de aleatorism decât omoloagele lor dezvoltate. Această constatare motivează direct procedurile de optimizare modificate aplicate în studiul piețelor de frontieră. În ceea ce privește construcția portofoliului,

principala constatare empirică este aceea că portofoliile cu constrângeri ESG optimizate sub PMPT obțin rapoarte Sortino indistincte din punct de vedere statistic față de, și, în perioadele de volatilitate ridicată, superioare, reperelor MPT neconstrânse, prezentând în același timp profiluri mai stabile ale deviației de scădere și pierderi maxime mai reduse. Acest rezultat constituie o dovadă empirică directă împotriva propoziției larg răspândite potrivit căreia investițiile responsabile implică o penalizare a performanței și poziționează PMPT ca un cadru teoretic mai adecvat pentru managementul investițiilor integrat ESG, tocmai în acele condiții de piață în care protecția împotriva riscului de scădere este cea mai valoroasă pentru investitori. În contextul piețelor de frontieră, strategiile ESG bazate pe PMPT sunt implementabile atât la bursa românească, cât și la cea poloneză, diferențele semnificative de eficiență dintre cele două piețe fiind atribuibile unor niveluri divergente de maturitate instituțională și de profunzime a transparenței ESG, constatări cu relevanță practică pentru administratorii de active care operează pe piețele Europei Centrale și de Est.

Cele două direcții de cercetare ale acestei teze avansează în mod cumulativ un cadru de management coerent, multi-nivel, care demonstrează că integrarea ESG este atât justificată empiric în managementul performanței corporative, cât și viabilă financiar în managementul portofoliului de investiții. Teza contribuie la literatura de management în trei privințe principale: oferă dovezi robuste, transversale între sectoare și regiuni, asupra legăturii ESG-performanță, relevante deopotrivă pentru practicienii și cercetătorii din managementul performanței și managementul strategic; avansează PMPT ca un cadru teoretic și empiric superior pentru managementul investițiilor cu constrângeri ESG; și deschide contextul piețelor de capital europene de frontieră către o cercetare sistematică a managementului portofoliului ESG. Limitările principale privesc eterogenitatea metodologiilor de rating ESG între furnizori, constrângerile de disponibilitate a datelor pe piețele de frontieră și peisajul reglementar în evoluție — în special Standardele Europene de Raportare a Sustenabilității și Taxonomia Uniunii Europene, care pot modifica relațiile empirice documentate aici pe măsură ce calitatea transparenței se îmbunătățește. Direcțiile viitoare de cercetare includ aplicarea învățării automate la modelarea dinamică a ESG și la previziunea performanței de sustenabilitate, extinderea optimizării cu constrângeri ESG la cadre de management al investițiilor pe clase multiple de active și dezvoltarea unor cadre de management integrate, capabile să surprindă dinamica de feedback dintre guvernarea corporativă a sustenabilității și riscul financiar sistemic.