Creazione di valore e vantaggio competitivo: un'analisi empirica delle Dividend Champions appartenenti allo S&P 500

Abstract

Abbiamo analizzato le differenze tra il ROIC (Return on Invested Capital) e il WACC (Weighted Average Cost of Capital) nelle imprese cosiddette "Dividend Champions", al fine di verificare la capacità di creare valore nel tempo di queste imprese e la presenza o meno di un vantaggio competitivo durevole (VCd). Il paper, utilizzando una metodologia di ricerca di tipo quantitativo, nella prima parte individua all'interno dello Standard & Poor 500 le imprese che sistematicamente distribuiscono da oltre 40 anni dividendi in crescita (62 imprese) e, nella seconda, propone un'analisi comparativa tra il ROIC e il WACC, al fine di identificare per le società individuate l'esistenza o meno di un vantaggio competitivo. I risultati della nostra ricerca evidenziano come le "Dividend Champions" presentino, anche in confronto ai principali competitors di riferimento, un VCd in ragione di una redditività superiore rispetto al costo del capitale.

Parole chiave: Corporate Finance, Creazione di valore, Vantaggio competitivo, Dividend Champions.

1 – Introduzione

Gli studiosi di finanza aziendale concordano sul fatto che l'obiettivo di un'impresa sia la massimizzazione del valore (Cfr. Ferrero, 1981; Guatri, 1991 Jensen, 2001; Blyth et al., 1986; Berk e DeMarzo, 2012; Brealey et al., 2015; Dallocchio e Salvi, 2011; Damodaran, 2015; Guatri, 1991; Jensen, 2001; Tardivo et al., 2010). Più dibattuto è se ciò comporti la massimizzazione del valore del prezzo azionario (*shareholder value*), del valore dell'impresa (*firm value*) o del capitale netto (*equity value*), che include, oltre agli azionisti, altri stakeholder. Tuttavia, la maggior parte dei modelli teorici di finanza aziendale sono basati sul presupposto che l'obiettivo principale sia per le società quotate, la massimizzazione del prezzo delle azioni (*stock price*) (Damodaran, 2015).

Da questo punto di vista, le principali strategie che definiscono il valore sono basate su sviluppi interni (connessi all'esplorazione e alla scelta di opportunità strategiche e operative all'interno della presente azienda) e sviluppi esterni (es. fusioni e acquisizioni, joint venture).

In letteratura esistono numerosi riferimenti che associano la creazione di valore nel tempo di un'impresa, come conseguenza di un vantaggio competitivo durevole, a opportuni indicatori come ROIC (Return on Invested Capital) e WACC (Weighted Average Cost of Capital) (Cfr. Bughin e Copeland, 1997; Copeland, 2002; Hawawini et al., 2002; Dumrauf, 2003; Adams e Thornton, 2009). In particolare, la creazione di valore per gli azionisti richiede un vantaggio competitivo perché, alternativamente, come osservato da Rappaport (1986) non sarebbe possibile conseguire un rendimento maggiore del costo del capitale, ovvero un extraprofitto.

A tal proposito, l'obiettivo del presente lavoro consiste nell'analizzare le differenze tra il ROIC e il WACC nelle imprese cosiddette "Dividend Champions", al fine di verificare la creazione di valore nel tempo di queste società e la presenza o meno di un vantaggio

competitivo durevole (VCd). In particolare, il contributo di questo documento è duplice. Da un lato, si identificano le società appartenenti allo Standard & Poor 500 denominate "Dividend Champions" che da oltre 40 anni distribuiscono sistematicamente dividendi in crescita. Dall'altro si propone un'analisi comparativa tra il ROIC e il WACC, al fine di verificare la creazione di valore e, conseguentemente, di identificare l'esistenza o meno di un vantaggio competitivo durevole.
Il lavoro è strutturato nel seguente modo. Dopo un'analisi della letteratura sul tema della creazione di valore e del vantaggio competitivo, si è definita la metodologia di analisi e si sono presentati i risultati dell'analisi empirica effettuata. L'articolo si termina con alcune riflessioni di sintesi e le possibili future ricerche.

2 – Analisi della letteratura

Creazione di valore

Come in precedenza introdotto, i principali studiosi di finanza aziendale e di management convengono che l'obiettivo di ogni impresa sia la massimizzazione del valore (Cfr. Jensen, 2001; Damodaran, 2015; Brealey et al., 2015).
Più dibattuta è la tipologia di valore. In letteratura questo argomento è particolarmente controverso (Damodaran, 2006; Watson e Head, 2016). Una società, ad esempio, potrebbe decidere di perseguire numerosi e diversi obiettivi, oltre a quello richiamato della massimizzazione del valore. Si pensi, ad esempio, alla quota di mercato, alla massimizzazione del profitto, alla dimensione dell'impresa o alla soddisfazione del cliente. Tuttavia, questi ultimi obiettivi non soddisfano i requisiti di un obiettivo ovvero di essere definito o definibile in modo chiaro, misurabile con certezza e tempestività, non in contrasto con gli interessi sociali (Tardivo et al., 2012). Inoltre, soltanto la massimizzazione del valore è in grado di guidare le decisioni finanziarie all'interno di un'impresa e sostenere la costruzione di un processo coerente di integrazione di un modello teorico. Conseguentemente, la maggior parte dei modelli teorici della finanza aziendale si basa sul presupposto che l'obiettivo principale di ogni impresa è quello di massimizzare il valore per gli azionisti (*shareholder value*)per tre ragioni principali (Damodaran, 2006):

- il prezzo delle azioni è un parametro immediatamente e costantemente valutabile;
- i prezzi delle azioni riflettono gli effetti a lungo termine delle politiche aziendali;
- è un chiaro criterio per scegliere i progetti di investimento e le modalità di finanziamento e con cui valutare gli effetti di queste scelte.

Tuttavia, anche l'obiettivo sopra richiamato non è esente da critiche nel momento in cui si dovessero creare costi sociali superiori ai benefici generati.

Vantaggio Competitivo

In letteratura non esiste accordo sulla definizione di vantaggio competitivo (Cfr. Ghemawat, 1991; Pivato et al., 2004; Pellicelli, 2017).
Secondo alcuni studiosi di management, il vantaggio competitivo può essere visto come "la capacità di distinguersi positivamente rispetto ai concorrenti nella percezione dei compratori" (Cfr. Pellicelli, 2014). In particolare, dal punto di vista economico, un'impresa ottiene un vantaggio competitivo quando raggiunge "una redditività superiore alla media del settore" (Kay, 1993); tale redditività è definita attraverso due indici: Return on asset (ROA) e Return on sales (ROS). Grant (1995) enfatizza l'aspetto della sostenibilità definendo il vantaggio

competitivo come “la condizione che consentirebbe alle imprese una perdurante superiorità nei propri risultati economici. Secondo Rappaport (1986) un’impresa crea un vantaggio competitivo se “il valore di lungo termine del suo output o delle sue vendite è più grande dei costi totali, compreso il costo del capitale”. Fondana e Caroli (2009) rilevano l’aspetto strategico connesso al raggiungimento di un vantaggio competitivo e lo definiscono come “il risultato di una strategia che conduce l’impresa a occupare e mantenere una posizione favorevole nel mercato (o, più in generale, nell’ambiente) in cui opera, e che si traduce in una redditività stabilmente maggiore a quella media dei competitori”.
Le imprese che producono con qualità elevata o che innovano maggiormente e meglio di altre hanno un vantaggio competitivo; tuttavia, potrebbero avere una redditività più bassa rispetto alla media perché applicano prezzi troppo bassi o producono a costi troppo elevati.
Posto che alcune imprese riescono ad avere risultati superiori alla media del settore, è rilevante evidenziare come esistano imprese che ottengono un vantaggio competitivo e altre no. La redditività di un’impresa è collegata alla struttura del settore sia dalla capacità, rispetto ai rivali, di creare maggior valore per il cliente (consumer surplus per il compratore).
Per ottenere un vantaggio competitivo un’impresa deve non soltanto creare un valore positivo per il cliente (beneficio superiore al prezzo), ma anche creare più valore per il cliente rispetto ai rivali (Cfr. Argote e Ingram, 2000; Barney, 2001; Grant, 1999; Hall, 1993; Pellicelli, 2014). In tal senso, un’impresa ha un vantaggio competitivo soltanto se è in grado di creare valore in misura superiore rispetto ai suoi competitors. Generalmente, per ottenere un vantaggio competitivo un’impresa deve (Porter, 1998):

- perseguire un vantaggio di costo significativo nei confronti dei concorrenti (leadership di costo);
- essere in grado di differenziare i prodotti in modo da applicare prezzi superiori a quelli dei concorrenti (differenziazione);
- concentrare le risorse su un particolare gruppo di compratori, mercato o linea di prodotto, affrontando i competitor sulla base del costo o della differenziazione.

In particolare, un’impresa è leader di costo se riesce ad avere un vantaggio di costo significativo nei confronti dei concorrenti. La leadership di costo comporta efficienza nell’uso delle immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari, attrezzature), forte controllo sui costi fissi e contenimento degli stessi in tutte le funzioni dell’impresa. Differentemente, un’impresa che affronta i rivali con prodotti o servizi che hanno peculiarità uniche, percepite come superiori dai compratori rispetto a quelle dei rivali (design, immagine di marca, servizi al cliente, ecc.), competerà sulla differenziazione.
Con riferimento ai collegamenti esistenti tra creazione di valore e vantaggio competitivo, in letteratura, è possibile individuare molteplici fattori che sono responsabili del vantaggio competitivo di un’impresa e che ne definiscono la creazione di valore. Ad esempio, un elevato rapporto di market-to-book indica la presenza di un vantaggio da parte dell'impresa (Lin e Huang, 2011). L'indicatore q di Tobin è calcolato come valore di mercato dell'impresa diviso il costo totale degli assets (Tobin, 1969). Quanto tale indicatore è maggiore di 1 l’impresa possiede un vantaggio competitivo che può comportare un maggiore ritorno sugli investimenti. Il rendimento sulle attività (ROA) rappresenta un costo opportunità e in sostanza misura l'efficienza con cui l'azienda utilizza le sue risorse. Se viene investita una grande percentuale di attività in beni immateriali rispetto ai beni fissi, valori elevati del ROA indicano attività meno intensive o “business light”. Un'impresa con ROA inferiore al 5% è molto solida, mentre uno con ROA superiore al 20% è definita “asset-light” (Lin e Huang, 2011).
Un altro indicatore comunemente usato per misurare il vantaggio competitivo è il Return on equity (ROE), quale misura di sintesi del ritorno per gli azionisti. Anche il ROIC rappresenta una importante misura dell'efficienza degli utili e rappresenta la capacità del management di

promuovere e sostenere il valore per l'azionista valore. Secondo Tang e Liou (2010) questa misura di redditività può indicare la presenza o l'assenza di vantaggio competitivo nelle imprese.
La possibilità di conseguire un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo si verifica quando le attività derivanti dalle strategie attuate dell'impresa forniscono un ritorno sul capitale investito maggiore del costo medio ponderato del capitale. Questo differenziale di rendimento misura la capacità o meno di una società di creare valore. Se il ROIC è maggiore del WACC, il profitto economico per ogni unità di capitale impiegato è positivo e l'impresa crea valore. È vero il contrario quando il ROIC è minore del WACC (Hawawini et al., 2002).

3 – Approccio metodologico

La ricerca, che utilizza un approccio quantitativo (Cfr. Punch, 1998; Burns, 2000), è stata sviluppata nei seguenti step: 1) Estrazione delle imprese denominate "Dividend Champions". 2) Calcolo del ROIC delle imprese selezionate. 3) Calcolo del WACC delle stesse imprese di cui al punto 1) e 4). Analisi comparativa tra il ROIC e il WACC calcolato nei punti 2) e 3).
Nella prima fase, partendo dallo Standard & Poor 500, indice di mercato statunitense che raggruppa le 500 società quotate a maggiore capitalizzazione, abbiamo estratto le imprese che, da oltre quaranta anni consecutivi, distribuiscono dividendi in crescita (c.d. "Dividend Champions"). Tali società sono risultate essere 67, ed appartengono a settori eterogenei. In relazione all'obiettivo del presente lavoro, e alle caratteristiche peculiari delle società appartenenti al settore finanziario e assicurativo, abbiamo deciso di escluderle dal campione estratto. Il campione finale è risultato pertanto essere pari a 62, ovvero il 93% dell'universo delle imprese "Dividend Champions" dello S&P 500.
Nella seconda e terza fase, per ognuna di queste 62 società si sono stimati e i seguenti indicatori:

- ROIC (*Return on Invested Capital*): Il rendimento del capitale investito è un calcolo utilizzato per valutare l'efficienza di un'impresa nell'assegnare il capitale, sotto il suo controllo, per investimenti redditizi. Il ritorno sul capitale investito dà un'idea di quanto bene un'azienda stia utilizzando la propria liquidità per generare rendimenti. Il confronto tra il rendimento di una società sul capitale investito e il suo costo medio ponderato del capitale rivela se il capitale investito viene utilizzato in modo efficace. In formula

  $$ROIC = Operating\ Income\ (1 - Tax\ Rate)\ /\ Invested\ Capital$$

  Dove: After tax operating income = Net Income + Interest Expenses (1 – Tax Rate) - Nonoperating income (1 – Tax Rate).
  Invested Capital (IC) = Short-term debt + Long-term debt + Shareholder equity – Cash/equivalents - Goodwill.

- WACC (*Weighted Average Cost of Capital*): Il costo medio ponderato del capitale rappresenta la media ponderata delle differenti fonti di finanziamento di una impresa (equity e debito). In formula:

  $$WACC = E/(E + D) * Cost\ of\ Equity + D/(E + D) * Cost\ of\ Debt * (1 - Tax\ Rate)$$

Dove: E = equity (capitale di pieno rischio), D = debt (capitale di terzi), cost of equity rappresenta il rendimento richiesto da chi investe capitale di pieno rischio, cost of debt rappresenta il rendimento richiesto dai terzi finanziatori.

4 – Risultati

Nella quarta fase, dopo aver suddiviso le imprese per settori di appartenenza (si veda la tabella 1), si è effettuata un'analisi comparativa tra il rendimento calcolato e il costo del capitale stimato al 31 dicembre 2017.
Dall'analisi è emerso che:

- 54 imprese su 62 presentano un ROIC > WACC;
- 8 imprese su 62 presentano un ROIC < WACC.

Si veda la tabella 2 che compara i rendimenti al costo del capitale per le 62 imprese quotate americane analizzate.

Tabella n°1: Suddivisione delle imprese per settori di appartenenza

	SETTORE							
	Utility	Industrial	Food & Beverage	Tobacco	Conglomerate	Biomedical	Consumer Product	Altro
	American States Water	Dover Corp.	Coca-Cola Company	Altria Group Inc.	3M Company	H.B. Fuller Company	Procter & Gamble Co.	Leggett & Platt Inc.
	Northwest Natural Gas	Genuine Parts Co.	Lancaster Colony Corp.	Universal Corp.	PPG Industries Inc.	Becton Dickinson & Co.	Johnson & Johnson	S&P Global Inc.
	California Water Service	Emerson Electric	Hormel Foods Corp.			MSA Safety Inc.	Lowe's Companies	VF Corp.
	SJW Corp.	Parker-Hannifin Corp.	Tootsie Roll Industries			Medtronic plc	Colgate-Palmolive Co.	Sherwin-Williams Co.
	Connecticut Water Service	Nordson Corp.	Sysco Corp.			Medtronic plc	Federal Realty Inv. Trust	
	Black Hills Corp.	ABM Industries Inc.	PepsiCo Inc.			RPM International Inc.	Stanley Black & Decker	
	National Fuel Gas	Computer Services Inc.	Archer Daniels Midland				Stepan Company	
	Helmerich & Payne Inc.	Tennant Company	McDonald's Corp.				Target Corp.	
	Middlesex Water Co.	W.W. Grainger Inc.					Kimberly-Clark Corp.	
	Consolidated Edison	Gorman-Rupp Company					Wal-Mart Inc.	
	MGE Energy Inc.	Nucor Corp.					Walgreens Boots Alliance Inc.	
	WGL Holdings Inc.	Telephone & Data Sys.					Clorox Company	
	Vectren Corp.	Illinois Tool Works						
		Pentair Ltd.						
		Carlisle Companies						
		Automatic Data Proc.						
TOT %	***21%***	***26%***	***13%***	***3%***	***3%***	***10%***	***19%***	***5%***
TOT N°	***13***	***16***	***8***	***2***	***2***	***6***	***12***	***4***

Tabella n° 2: Analisi comparativa tra il ROIC e il WACC

	Symbol	Industry	Years	Roic (%)	Wacc (%)	Roic > Wacc
1	AWR	Utility-Water	63	8,37	2,14	Si
2	DOV	Machinery	62	10,51	8,93	Si
3	GPC	Auto Parts	62	12,65	8,81	Si
4	NWN	Utility-Gas	62	5,65	4,44	Si
5	EMR	Industrial Equipment	61	19,91	9,31	Si
6	PH	Industrial Equipment	61	10,69	8,96	Si
7	PG	Consumer Products	61	13,97	4,94	Si
8	MMM	Conglomerate	60	18,54	8,45	Si
9	VVC	Utility-Electric/Gas	58	7,81	5,58	Si
10	KO	Beverages-Non-alcoholic	56	-12,10	5,66	No
11	JNJ	Drugs/Consumer Prod.	55	0,81	6,21	No
12	LANC	Food/Consumer Prod.	55	29,77	8,46	Si
13	LOW	Retail-Home Improv.	55	19,92	9,60	Si
14	CL	Personal Products	54	44,08	6,43	Si
15	NDSN	Machinery	54	15,49	9,30	Si
16	HRL	Food Processing	52	18,76	3,36	Si
17	TR	Confectioner	52	10,76	4,95	Si
18	ABM	Business Services	51	13,75	5,09	Si
19	CWT	Utility-Water	51	5,97	4,26	Si
20	SJW	Utility-Water	51	8,31	3,21	Si
21	FRT	REIT-Shopping Centers	50	6,35	4,67	Si
22	SWK	Tools/Security Products	50	11,73	9,24	Si
23	SCL	Cleaning Products	50	12,54	9,88	Si
24	TGT	Retail-Discount	50	16,45	5,21	Si
25	MO	Tobacco	48	41,70	6,24	Si
26	CTWS	Utility-Water	48	8,19	2,22	Si
27	FUL	Chemical-Specialty	48	8,14	6,98	Si
28	SYY	Food-Wholesale	48	15,12	5,34	Si
29	BKH	Utility-Electric	47	7,55	3,66	Si
30	NFG	Utility-Gas	47	13,64	6,48	Si
31	UVV	Tobacco	47	7,84	5,45	Si
32	BDX	Medical Instruments	46	-2,95	8,75	No
33	CSVI	Technology-Services	46	24,97	3,75	Si
34	KMB	Personal Products	46	25,92	6,09	Si
35	LEG	Furniture/Bldg. Prod.	46	15,40	7,17	Si
36	MSA	Medical/Safety Equip.	46	7,90	8,81	No
37	PEP	Beverages/Snack Food	46	15,79	5,98	Si
38	PPG	Conglomerate	46	18,73	10,94	Si
39	TNC	Machinery	46	0,82	11,75	No
40	GWW	Industrial Supplies	46	19,25	6,88	Si
41	GRC	Machinery	45	13,31	9,77	Si
42	HP	Oil&Gas	45	-23,76	11,22	No
43	MSEX	Utility-Water	45	6,71	3,91	Si
44	NUE	Steel & Iron	45	12,70	11,02	Si
45	SPGI	Publishing	45	69,76	9,55	Si
46	VFC	Apparel	45	14,07	6,85	Si
47	WMT	Retail-Discount	45	12,50	5,55	Si
48	ED	Utility-Electric	44	6,91	3,40	Si
49	RPM	Chemical-Specialty	44	13,76	9,82	Si
50	TDS	Telecommunications	44	8,13	4,10	Si
51	ADM	Agriculture	43	6,32	7,81	No
52	ADP	Business Services	43	50,27	8,15	Si
53	ITW	Machinery	43	19,11	9,31	Si
54	MCD	Restaurants	42	22,25	6,53	Si
55	MGEE	Utility-Electric/Gas	42	9,98	3,57	Si
56	PNR	Industrial Equipment	42	9,51	7,72	Si
57	WBA	Retail-Drugstores	42	11,90	6,95	Si
58	CSL	Rubber and Plastics	41	12,50	6,19	Si
59	CLX	Cleaning Products	41	35,56	4,78	Si
60	WGL	Utility-Gas	41	8,58	4,65	Si
61	MDT	Medical Devices	40	3,39	4,80	No
62	SHW	Paints	40	19,78	10,67	Si

5 – Conclusioni

Sulla base delle nostre conoscenze questo è uno dei primi studi esplorativi sul tema delle imprese cosiddette "Dividend Champions" (Cfr. Miglietta et al., 2017), ovvero quelle che da oltre 40 anni distribuiscono sistematicamente dividendi in crescita, basato sulla comparazione tra ROIC e WACC come indicatore della creazione di valore (Cfr. Adams e Thornton, 2009; Lin e Huang, 2011).
In particolare, l'obiettivo del presente lavoro è stato quello di individuare le differenze tra il ROIC e il WACC nelle Dividend Championns appartenenti allo S&P 500, al fine di verificare la presenza o meno di un vantaggio competitivo durevole.
Lo studio evidenzia come le sopra richiamate imprese, che distribuiscono dividendi crescenti e allo stesso tempo evidenziano un ROIC maggiore del WACC, possano essere definite aziende campioni del valore con un vantaggio competitivo durevole nel tempo. I risultati della nostra ricerca mostrano infatti come le Dividend Champions presentino un VCd in ragione di una redditività superiore rispetto al costo del capitale. In letteratura, infatti, si rileva come la creazione di valore per gli azionisti richieda un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo (Cfr. Rappaport, 1986; Barney, 1991; Copeland et al., 1990; Porter, 1980).
Del campione di 62 aziende analizzato risulta che 85% delle imprese esaminate presenta un ritorno sul capitale investito maggiore rispetto al costo ponderato delle varie fonti di finanziamento impiegate.
Future linee di ricerca potrebbero basarsi, da un lato, su un'analisi comparativa con i principali competitors dei vari settori analizzati e, dall'altro, su un'analisi quantitativa basata sulla verifica dei risultati raggiunti in questa prima analisi esplorativa attraverso l'utilizzo di strumenti statistici.

Riferimenti bibliografici

Adams, M. and Thornton, B. (2009), "A Comparison of Alternative Approaches to Equity Valuation of Privately Held Entrepreneurial Firms", *Journal of Finance and Accountancy,* Vol.1, pp. 2-15

Argote, L. and Ingram, P. (2000), "Knowledge transfer: A basis for competitive advantage in firms", *Organizational Behavior and Human Decision Processes,* Vol. 82 No. 1, pp. 150-169

Barney, J.B. (1991), "Firm resource and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, Vol. 17 No. 1, pp. 99-120

Barney, J.B. (2001), "Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view", *Journal of management,* Vol. 27 No. 6, pp. 643-650

Berk, J. and DeMarzo, P. (2008), *Finanza Aziendale 2*, Pearson Education, Addison Wesley.

Blyth, M.L., Friskey, E.A. and Rappaport, A. (1986), "Implementing the shareholder value approach", *Journal of Business Strategy*, Vol. 6 No. 3, pp. 48□58.

Brealey, R., Myers, S., Allen, F. and Sandri, S. (2015), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.

Bughin, J. and Copeland, T.E. (1997), "The virtuous cycle of shareholder value creation," *McKinsey Quarterly*, No. 2, pp. 157-167

Burns, R. (2000), *Introduction to Research Methods*, London, Sage

Copeland, T.; Koller, T. and Murrin, J. (1990), *Valuation: Misuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York.

Copeland, T.E. (2002), "Want to create value?", *Strategic Finance,* Vol. 3 No. 9, pp. 48-54

Copeland, T.E. (2002), “What do practitioners want?”, *Journal of Applied Finance*, Vol. 12 No. 1, pp. 5-12

Dallocchio, M. and Salvi, A. (2011), *Finanza aziendale 1*, Egea, Milano.

Damodaran, A. (2015), *Applied Corporate Finance*, Wiley, Chichester.

Dumrauf, G. L. (2013), *Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano*, Alfaomega

Ferrero, G. (1981), *Finanza aziendale*, Giuffré Editore, Milano.

Ghemawat, P. (1991), *Commitment: The Dynamic of Strategy*, Free Press, Boston.

Grant, R.M. (1999), “The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation”, *Knowledge and strategy*, Vol. 33 No. 3, pp. 3-23

Guatri, L. (1991), *La Teoria di Creazione del Valore. Una via Europea*, EGEA, Milano.

Hall, R. (1993), “A framework linking intangible resources and capabiliites to sustainable competitive advantage”, *Strategic management journal*, Vol. 14 No. 8, pp. 607-618

Hawawini, G., Subramanian, V., Verdin, P. (2002), “Is performance driven by industry□or firm□specific factors? A new look at the evidence”, *Strategic Management Journal,* Vol. 24 No. 1, pp. 1-16

Jensen, M.C. (2001), “Value Maximization, stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14 No. 3, pp. 8-21.

Lin, C.S. and Huang, C.P. (2011), “Measuring competitive advantage with an asset-light valuation model”, *African Journal of Business Management*, Vol. 5 No 13, pp. 5100-5108

Miglietta, N., Battisti, E., Campanella, F. (2017), “Value maximization and open innovation in food and beverage industry: evidence from US market”, *British Food Journal*, Vol. 119 No.11, pp. 2477-2492.

Pellicelli, G. (2014): *Strategie d’impresa*, EGEA, Milano.

Pivato S., Misani N., Ordanini A., Perrini F. (2004), *Economia e gestione delle imprese*, EGEA, Milano.

Porter, M.E. (1998), *Competitive Strategy*, Free Press, Boston.

Punch, K. (1998), *Introduction to Social Research: Quantitative and Qualitative Approaches*, London, Sage

Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value*, Free Press, New York.

Rust, R. T., Zahorik, A. J. and Keiningham, T. L. (1995): “Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable”, *Journal of Marketing,* Vol. 59 No. 2, pp. 58-70

Tang, Y.C. and Liou, F.M. (2010), “Does firm performance reveal its own causes? The role of Bayesian inference”, *Strategic Management Journal,* Vol. 31 No. 1, pp. 39-57

Tardivo, G., Schiesari, R. and Miglietta, N. (2010)*, Finanza aziendale*, Isedi, Torino.

Tobin, J. (1969), “A General Equilibrium Approach To Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1 No. 1, pp. 15-29.