

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA DOANH NGHIỆP FDI TRÊN ĐỊA BÀN TP.HCM

Nguyễn Anh Phong & Nguyễn Thị Ngọc Diệp

Từ khi mở cửa nền kinh tế đến nay số lượng các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đến VN sản xuất kinh doanh ngày càng nhiều. Khu vực các doanh nghiệp FDI đóng góp đáng kể cho tăng trưởng kinh tế, giải quyết công ăn việc làm, kim ngạch xuất khẩu... Tuy nhiên, chúng ta cũng cần nhìn nhận lại hiệu quả hoạt động mà cụ thể hơn là hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp này trong thời gian qua như thế nào, các yếu tố nào tác động đến hiệu quả của nó, các doanh nghiệp hoạt động trong ngành nghề nào là hiệu quả... Từ đó có chính sách phù hợp thúc đẩy tái cấu trúc vốn, sử dụng vốn hợp lý, đầu tư hợp lý, qua đó các cơ quan quản lý nhà nước cũng có cơ sở để xem xét lại cơ cấu ngành nghề cần thu hút đầu tư phù hợp trong thời gian tới nhằm góp phần nâng cao chất lượng đầu tư.

1. Lý thuyết về hiệu quả sử dụng vốn và các yếu tố tác động hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

1.1 Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả sử dụng vốn

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bao gồm hiệu quả về mặt tài chính, hiệu quả về mặt xã hội... trong bài viết này hiệu quả mà tác giả nghiên cứu là hiệu quả về mặt tài chính, trong đó hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp thường được đo lường bằng hai chỉ tiêu sau:

Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE): Là tỷ lệ lãi sau thuế trên vốn chủ sở hữu. Đây là chỉ tiêu thể hiện hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu, được tính bằng % thể hiện mức sinh lời trên vốn đầu tư cho chủ sở hữu, do đó nếu chỉ số này càng cao chứng tỏ hoạt động kinh doanh có hiệu quả, sử dụng hợp lý các nguồn lực đầu vào.

Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA): Tỷ lệ này đo lường tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) sau lãi vay và thuế thu nhập doanh nghiệp. Chỉ tiêu này cho thấy hiệu quả sử dụng vốn dưới hai

loại: vốn cố định thể hiện thông qua tài sản cố định và vốn lưu động thông qua tài sản lưu động. Nếu quản trị tốt, có chính sách đầu tư hợp lý, chính sách bán hàng, quay vòng vốn hợp lý... sẽ tạo ra lợi nhuận cao, nâng cao khả năng sử dụng tài sản của một doanh nghiệp.

1.2 Các yếu tố tác động hiệu quả sử dụng vốn

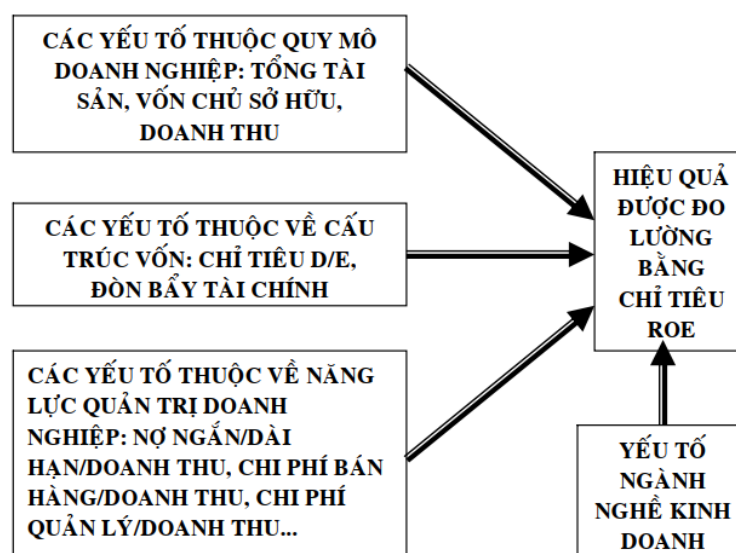
Hiệu quả sử dụng vốn được đo lường thông qua tương tác giữa các yếu tố đầu vào và đầu ra, do đó có rất nhiều yếu tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn. Đầu tiên là cơ cấu vốn, sử dụng nợ và chính sách sử dụng nợ của doanh nghiệp. Tiếp theo là nguồn vốn này được sử dụng vào đâu để tạo ra lợi ích lớn nhất. Dưới tác động cơ cấu vốn và sử dụng vào mục đích đầu tư doanh nghiệp tiến hành SXKD và tạo ra thu nhập sau khi đã trừ đi tất cả các khoản chi phí có liên quan. Như vậy có rất nhiều yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động nói chung và hiệu quả sử dụng vốn nói riêng.

2. Mô hình và nguồn số liệu nghiên cứu

2.1 Mô hình nghiên cứu

Dựa vào lý thuyết MM, lý thuyết về tổ chức và quản trị chiến lược của Murphy; nghiên cứu của J.Abor (2005) đo lường hiệu quả qua ROE theo đó ROE phụ thuộc vào cấu trúc vốn, quy mô; nghiên cứu của Donal Byard (2002) cũng đo hiệu quả thông qua ROA và ROE, nghiên cứu của Giao. X. Nguyen và P.E.Swanson (2009) đo lường suất sinh lời thông qua các chỉ tiêu như: cấu trúc vốn, quy mô, khả năng quản trị chi phí... Ta có thể mô tả các nhân tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp theo sơ đồ sau:

Hình 1: Mô phỏng các nhân tố tác động hiệu quả sử dụng vốn



Nguồn: Tổng hợp từ các kết quả nghiên cứu

Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm, từ các mô hình lý thuyết và dựa vào nguồn số liệu thực tế thu thập được, mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log(S_{it}) + \beta_2 \log(TA_{it}) + \beta_3 \log(E_{it}) + \beta_4 \log(DE_{it}) + \beta_5 \log(LD_{it}/TA_{it}) + \beta_6 \log(TgA_{it}/S_{it}) + \beta_7 \log(Adv_{it}/S_{it}) + \beta_8 \log(Mag_{it}/S_{it}) + \theta_{ijt} + \varepsilon_i$$

Trong đó :

- ROE_{it} : Chỉ số suất sinh lời trên vốn chủ sở

hữu (%) của công ty i vào năm t

- S_{it} (Sales): Doanh thu của công ty i vào năm t

- TA_{it} (Total Asset): Tổng tài sản của công ty i vào năm t

- E_{it} (Equity) : Vốn chủ sở hữu của công ty i vào năm t

- DE_{it} (Debt/Equity): Nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty i năm t

- LD_{it}/TA_{it} (Longterm Debt/Total Asset): Nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty i vào năm t

- TgA_{it}/S_{it} (Tangible Asset/Sales): Tài sản cố hữu hình/Doanh thu của công ty i vào năm t

- Adv_{it}/S_{it} (Advertisement/Sales): Chi phí quảng cáo (bán hàng) trên doanh thu của công ty i vào năm t

- Mag_{it}/S_{it} (Management/Sales): Chi phí quản lý/doanh thu của công ty i vào năm t

- θ_{ijt} : Biến dummy ngành nghề (6 ngành)

- ε_i : Sai số ngẫu nhiên

2.2 Số liệu

Tác giả thu thập số liệu từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán, chia các nhóm công ty nghiên

NGHIÊN CỨU & TRAO ĐỔI

cấu thành 6 nhóm ngành, thời gian nghiên cứu liên tục 5 năm: từ năm 2004-2008, cụ thể như sau:

- Nhóm ngành dệt may: 12 công ty x 5 năm = 60 quan sát
- Nhóm ngành điện tử: 15 công ty x 5 năm = 75 quan sát
- Nhóm ngành cơ khí: 18 công ty x 5 năm = 90 quan sát
- Nhóm ngành giấy da: 4 công ty x 5 năm = 20 quan sát
- Nhóm ngành thực phẩm: 5 công ty x 5 năm = 25 quan sát
- Nhóm ngành chế biến gỗ: 6 công ty x 5 năm = 30 quan sát

Tổng cộng là 300 quan sát, ngoài ra trong mô hình định lượng có đánh giá tác động của yếu tố ngành nghề kinh doanh tác động đến hiệu quả, do đó trong phương pháp định lượng tác giả sử dụng biến giả cho 6 ngành nghề kể trên. Để đánh giá yếu tố ngành nghề tác động đến hiệu quả, tác giả mặc định ngành dệt may = 0, các ngành còn lại sử dụng ma trận cấp 5, với dữ liệu tính toán là cho ngành đang xem xét = 1, các ngành khác = 0, lần lượt như vậy cho 5 ngành còn lại

3. Đánh giá thực trạng hiệu quả và các yếu tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn các doanh nghiệp FDI trên địa bàn TP.HCM

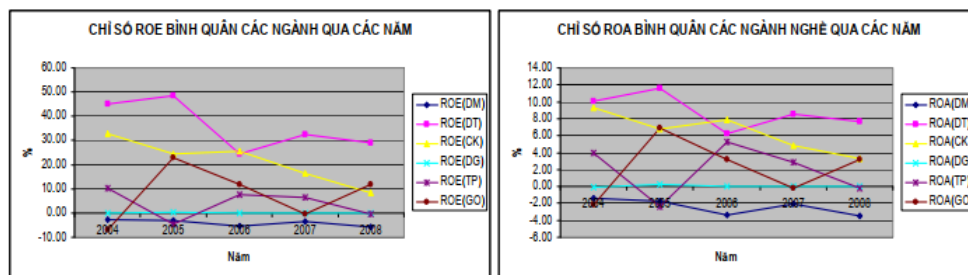
3.1 Xem xét các chỉ tiêu đo lường hiệu quả sử dụng vốn của các nhóm ngành

Hai chỉ tiêu ROE và ROA cao nhất là ở ngành điện tử, kế đến là ngành cơ khí, thấp nhất là ở ngành dệt may và giấy da, đã chứng minh hiệu quả trong 2 ngành này là kém nhất, trong đó ngành dệt may chiếm số lượng lớn các doanh nghiệp và có số lao động làm việc nhiều nhất, do đó nếu không cải thiện hiệu quả hoạt động để xảy ra thua lỗ kéo dài dẫn đến chấm dứt hoạt động hay phá sản thì hậu quả về mặt xã hội là rất lớn. Điều đáng quan tâm ở đây là trong 5 năm qua ở hầu hết các nhóm ngành trên thì các chỉ tiêu hiệu quả là ROA và ROE đều có xu hướng giảm dần, chứng tỏ hiệu quả hoạt động nói chung và hiệu quả sử dụng vốn nói riêng ở các doanh nghiệp đều giảm. Từ việc phân tích các chỉ tiêu tài chính, các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở các nhóm ngành nghề khác nhau, tác giả đã sắp xếp lại tính hiệu quả giảm dần của các ngành nghề hoạt động hiện tại như sau: (1) ngành điện tử, (2) ngành cơ khí, (3) ngành chế biến gỗ, (4) ngành thực phẩm, (5) ngành giấy da, và (6) ngành dệt may.

3.1 Đo lường các nhân tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn

Kết quả hồi quy bằng phương pháp OLS trên phần mềm Eviews 5.1 với số mẫu quan sát n=300, kết quả như sau:

Hình 2: Chỉ số ROE và ROA bình quân các ngành



Nguồn: Số liệu tính toán từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán của các DN

Bảng 1: Kết quả hồi quy tuyến tính các nhân tố tác động

Dependent Variable: ROE			
Included observations: 300			
Variable	Coefficient	Std. Error	Prob.
LOG(E)	-11,52007	5,23637	0,0286
LOG(TgA/S)	-35,07813	10,17648	0,0007
LOG(S)	10,97578	5,09462	0,0436
LOG(D/E)	14,50894	6,52129	0,0269
LOG(Mag/S)	-8,3806	3,74442	0,0260
DT	24,87251	8,46274	0,0036
GD	12,98236	6,61933	0,0481
CK	23,43194	9,26173	0,0119
GO	12,16974	6,15470	0,0405
TP	2,315765	1,12922	0,0354
C	-0,134962	26,53123	0,9959
R-squared	0,711819	Mean dependent var	15,70423
Adjusted R-squared	0,687358	S.D. dependent var	56,20036
Log likelihood	-1598,154	F-statistic	8,659529
Durbin-Watson statistic	2,123535	Prob(F-statistic)	0

Nguồn: Xử lý bằng Eviews 5.1 từ nguồn số liệu tính toán của tác giả

$$ROE = -0,13 - 11,52 \cdot \text{Log}E - 35,08 \cdot \text{Log}TgA/S + 10,97 \cdot \text{Log}S + 14,51 \cdot \text{Log}D/E - 8,38 \cdot \text{Log}Mag/S + 24,87 \cdot DT + 12,98 \cdot GD + 23,43 \cdot CK + 12,17 \cdot GO + 2,31 \cdot TP$$

Trong đó: DT: ngành điện tử, GD: ngành giày da, CK: ngành cơ khí, GO: ngành chế biến gỗ, TP: ngành thực phẩm.

Bảng 1 cho thấy các Prob. <0,05 như vậy mô hình có độ tin cậy đạt trên 95%, các nhân tố: tổng tài sản, nợ dài hạn/tổng tài sản, tài sản hữu hình/doanh thu và chỉ số chi phí quảng cáo/doanh thu không có ý nghĩa thống kê nên bị loại khỏi mô hình, $R^2=0,7118$, tức là các nhân tố đưa vào đã giải thích được 71,18% sự thay đổi của ROE. Mô hình cho thấy có 6 nhân tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn thông qua chỉ tiêu ROE của 6 nhóm ngành đang hoạt động tại các KCN-KCX trên địa bàn TP.HCM:

(1) Thứ nhất là mức đầu tư của vốn chủ sở hữu: Nhân tố này có tương quan nghịch với ROE, hay tăng vốn đầu tư của chủ sở hữu lên 1% thì ROE giảm 11,52%, điều này cho thấy càng tăng vốn đầu

tư thì càng làm giảm hiệu quả. Kết quả thực tế cho thấy là các doanh nghiệp hoạt động chủ yếu ở hình thức gia công, các doanh nghiệp hoạt động bị lỗ như các doanh nghiệp ở ngành dệt may, da giày...thì công ty mẹ rót vốn bổ sung hoạt động, thực chất đây là việc đưa vốn để bù đắp phần lỗ để duy trì hoạt động (không phải rót vốn nhằm mục tiêu mở rộng hoạt động sản xuất).

(2) Thứ hai là tài sản hữu hình/doanh thu cũng có tương quan nghịch so với ROE, nếu TA/S tăng 1% thì ROE giảm 35,08%. Chỉ số TA/S tăng có thể là tăng tài sản đầu tư trong khi doanh thu không tăng hay doanh thu tăng ít hơn mức tài sản đầu tư. Điều này chứng tỏ hiện tại các ngành nghề đang xem xét là đầu tư hay sử dụng các tài sản đầu tư là kém hiệu quả, có thể đầu tư vào tài sản cố định quá cao hay hoạt động chưa khai thác hết công suất của máy móc thiết bị hay là đầu tư mua sắm các tài sản chưa thật sự cần thiết.

(3) Thứ ba là chỉ số nợ/ vốn chủ sở hữu: Chỉ số này tương quan thuận với ROE, mô hình cho thấy nếu tăng chỉ số D/E 1% thì ROE tăng 14,51%. Từ phân tích cơ cấu vốn cho thấy các doanh nghiệp đều có xu hướng giảm vay và nợ xuống, kể cả các ngành hoạt động có lãi như ngành điện tử và cơ khí, các ngành hoạt động trong các năm có lãi vẫn giảm nợ như gỗ và thực phẩm, kết quả là kéo ROE giảm theo.

(4) Thứ tư là chi phí quản lý so với doanh thu (Mag/S): chỉ số này cũng có tương quan nghịch so với ROE, cho thấy nếu chỉ số này tăng 1% thì ROE giảm 8,38%. Chỉ số Mag/S tăng khi chi phí quản lý tăng cao hơn mức tăng của doanh thu. Điều này cho thấy khả năng quản trị chi phí hiện tại của các doanh nghiệp là cũng chưa có hiệu quả, cho thấy chi phí tăng không tương đồng với doanh thu

(5) Thứ năm là doanh thu: Doanh thu tương quan thuận với ROE là phù hợp lý thuyết, kết quả cho thấy nếu doanh thu tăng 1% thì chỉ số ROE tăng 10,97%. Kết quả này cho thấy các doanh nghiệp muốn tăng hiệu quả (tăng ROE) thì phải tăng doanh thu bán hàng.

(6) Cuối cùng là ngành nghề hoạt động: Do tác giả dùng ngành dệt may là ngành gốc (có các dummy=0) nên kết quả từ mô hình định lượng cho thấy trong 6 nhóm ngành mà tác giả xem xét thì nhóm ngành dệt may là kém hiệu quả nhất, cụ thể ngành điện tử cao hơn 24,87%, ngành giày da

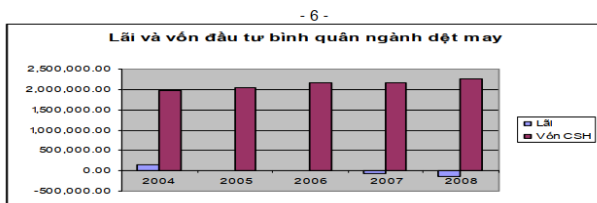
cao hơn 12,98%, ngành cơ khí cao hơn 23,43%, ngành gỗ cao hơn 12,17% và ngành thực phẩm cao hơn 2,31% so với ngành dệt may (nếu giữ nguyên các yếu tố khác không đổi).

4. Các kết luận và kiến nghị

4.1 Cần xem xét đánh giá hiệu quả thật sự trước khi mở rộng đầu tư vốn

Trong kết quả phân tích cho thấy mức đầu tư vốn chủ sở hữu tỷ lệ nghịch với mức hiệu quả sử dụng vốn. Điều này cho thấy các doanh nghiệp trước khi mở rộng hoạt động, tăng vốn đầu tư cần tính toán cân nhắc thật kỹ hiệu quả mang lại trước khi ra quyết định đầu tư.

Hình 3: Lãi và vốn đầu tư bình quân ngành dệt may

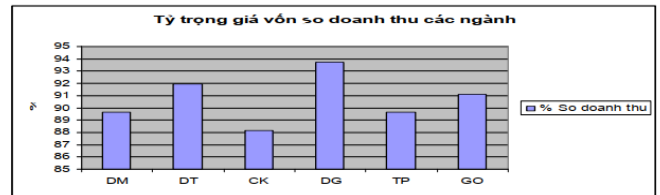


Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp

Hầu hết các ngành nghiên cứu đều cho thấy tăng vốn đầu tư trong khi mức lợi nhuận thu về càng giảm dần, đây là dấu hiệu kém hiệu quả trong sử dụng vốn đầu tư, đặc biệt là ở các ngành dệt may, giày da và cơ khí. Kết quả này đưa ra 2 ngụ ý: Một là đối với các nhà quản trị tài chính, cần xem xét và đánh giá thận trọng trước khi đầu tư thêm vốn để mở rộng kinh doanh; hai là đối với các nhà quản lý cần xem xét thu hút vốn đầu tư ở các ngành nghề kém hiệu quả và phù hợp với chính sách chung (cần hạn chế thu hút đầu tư ở các doanh nghiệp thâm dụng lao động nhưng hiện tại là hoạt động kém hiệu quả, nhất là ở ngành dệt may). Bên cạnh đó cũng cần cân nhắc các dự án đầu tư từ các quốc gia đầu tư ít hiệu quả, lỗ nhiều như Đài Loan, Hàn Quốc.

4.2 Cần có các chính sách quản trị chi phí tốt hơn

Hình 4: Tỷ trọng giá vốn so với doanh thu bình quân các ngành



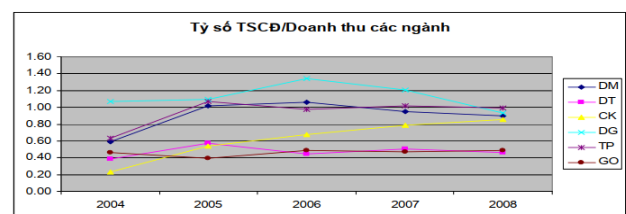
Nguồn: Tính toán dựa vào các báo cáo tài chính của các DN

Kết quả cho thấy các doanh nghiệp quản trị chi phí thật sự chưa hiệu quả và chi phí trong hạch toán kết quả kinh doanh phụ thuộc vào 3 loại chi phí: giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Kết quả từ hình trên cũng cho thấy chi phí giá vốn hiện tại ở các doanh nghiệp là còn khá cao so với doanh thu, các ngành nghề tác giả xem xét thì tỷ lệ này đều ở mức khá cao, đều trên 80%, cá biệt ngành giày da là trên 90%. Các kết quả này cho thấy chi phí sản xuất đầu vào là quá cao, tức là việc quản trị chi phí đầu vào là kém hiệu quả, hoặc trong quá trình sản xuất để mất mát, hư hỏng, tiêu hao nguyên vật liệu vật tư quá nhiều, gây thất thoát, lãng phí (hoặc tồn tại vấn đề chuyển giá nội bộ)

4.3 Cần có chính sách quản lý và đầu tư vào tài sản cố định hợp lý

Kết quả chỉ ra rằng các doanh nghiệp hiện tại đang đầu tư vào tài sản cố định là kém hiệu quả, các tài sản quay vòng chậm và tạo ra thu nhập thấp cho doanh nghiệp. Nguyên nhân ở đây là hoạt động chưa hết công suất đầu tư, đầu tư vào các tài sản chưa sử dụng gây lãng phí, giá trị tài sản ban đầu là khá cao (do chính sách chuyển giá của các công ty mẹ ở nước ngoài).

Hình 5: Chỉ số vòng quay tài sản cố định bình quân các ngành



Nguồn: Tính toán dựa vào các báo cáo tài chính đã kiểm toán của các DN

Chỉ số này cao nhất là nhóm ngành giày da, thực phẩm và dệt may. Điều này thể hiện giá trị tài sản cố định đầu tư vào các ngành này là ít hơn các ngành còn lại. Thứ hai là chỉ số này cao trong khi lợi nhuận mang về lại ít, cho thấy khả năng quản lý chi phí ở các ngành này là yếu kém nhất. Tuy nhiên chỉ số ở các nhóm ngành này lại có xu hướng giảm, chứng tỏ hiệu quả đầu tư vào TSCĐ là đang giảm dần.

4.4 Tích cực sử dụng nợ vay trong các ngành kinh doanh có lãi hoặc các năm tài chính có lãi

Kết quả phân tích cho thấy trong các năm kinh doanh có lãi các doanh nghiệp lại giảm đòn bẩy tài chính và do đó làm giảm hiệu quả sử dụng vốn. Phân tích kinh tế lượng cho thấy chỉ số D/E tỷ lệ thuận với chỉ tiêu hiệu quả là ROE. Do vậy tác giả kiến nghị là trong các năm kinh doanh có lãi, các doanh nghiệp cần phát huy vai trò của đòn bẩy tài chính để cải thiện tính hiệu quả. Các ngành hiện tại hoạt động có lãi như điện tử, cơ khí nên tăng đòn bẩy tài chính lên để gia tăng hiệu quả sử dụng vốn cho các doanh nghiệp.

4.5 Các kiến nghị đối với công tác quản lý nhà nước

Chủ trương thu hút vốn FDI trong thời gian qua là chú trọng về mặt số lượng mà bỏ quên đánh giá hiệu quả trong chính sách thu hút. Phân tích từ kết quả thực tế cho thấy các doanh nghiệp hoạt động trong ngành may mặc và giày da là kém hiệu quả nhất, số liệu phân tích trong 5 năm từ năm 2004 đến năm 2008 cho thấy hầu hết các doanh nghiệp này đều hoạt động bị lỗ. Việc kết quả kinh doanh bị lỗ mà các doanh nghiệp vẫn hoạt động đem lại hai vấn đề cần quan tâm: Một là nếu thật sự các doanh nghiệp này bị lỗ thì về lâu dài sẽ tác động rất lớn đến đời sống của đại bộ phận người lao động, vì các doanh nghiệp hoạt động trong ngành này thu hút nhiều lao động nhất; Hai là liệu rằng hoạt động bị lỗ này là lỗ thật sự hay lỗ giả tạo, số liệu thực tế cho thấy hầu hết các doanh nghiệp bị lỗ đều rót vốn đầu tư bổ sung, hay tăng vốn đầu tư. Việc tăng vốn đầu tư này nhằm bù đắp cho phần lỗ do kết quả kinh doanh, thường các doanh nghiệp này hoạt động phụ thuộc vào các công ty mẹ phía nước ngoài, chi phí đầu vào và doanh thu đầu ra là do các công ty mẹ quyết định, do vậy vấn đề lỗ giả là có khả năng xảy ra, tức là vấn đề chuyển giá ở các công ty mẹ nước ngoài và công ty con ở trong nước. Nếu

vấn đề này xảy ra thì gây thất thoát lớn cho ngân sách nhà nước. Thông qua đây tác giả cũng muốn đề cập lại vấn đề chống chuyển giá trong hoạt động đầu tư, mặc dù hiện tại đã có các văn bản quy định về thuế chống bán phá giá, chống trợ cấp nhưng trong thực tế các quy định này chưa phát huy hết vai trò tác dụng, một mặt do Nhà nước chưa kiên quyết trong vấn đề này, mặt khác thiếu đội ngũ có năng lực kinh nghiệm để kiểm tra. Việc này về lâu dài sẽ rất nguy hiểm cho nền kinh tế, vì:

Thứ nhất, việc chuyển giá ảnh hưởng đến nguồn cung ngoại tệ, vì các công ty mẹ ở nước ngoài bán nguyên vật liệu máy móc cho công ty con ở VN với giá cao hơn giá trị thực của nó, sau đó công ty con phải thanh toán số tiền này cho công ty mẹ. Thực chất đây là một hình thức rút vốn dưới danh nghĩa là bán hàng, ảnh hưởng đến nguồn cung ngoại tệ trong nước.

Thứ hai, do vấn đề chuyển giá hoạt động thường xuyên bị lỗ, Nhà nước VN sẽ mất đi nguồn thu ngân sách lớn. Chính vì được hưởng các chính sách ưu đãi thuế mà hoạt động đầu tư lại không hiệu quả, Nhà nước sẽ thất thoát nguồn thu lớn trong việc thu thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế nhập khẩu, thuế chống trợ cấp trợ giá...■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Giao X. Nguyen and Peggy E. Swanson (Feb 2009), "Firm Characteristics, Relative Efficiency, and Equity Returns", *Journal of Financial and Quatitative Analysis*: Vol.44, No 1, pp-000-000.
2. Barr, R., Killgo, K.A., Siems, T.F. and Zimmel, S. (2002), "Evaluating the Productive Efficiency Performance of US Commercial Banks", *Managerial Finance*: 28, 3-25.
3. Demsets, H and B. Villalonga (2001), "Ownership structure and Corporate Performance", *Journal of corporate finance*, 209-233.
4. Brealey and Myers (2000), *Principal of Corporate Finance*, Sixth edition, Mc Graw Hill.
5. Fama, Eugene F. (December 1991), "Efficient Capital Market: II", *Journal of Finance*: 46, No.5.
6. Donal Bayard and Fatma Cebenoyan (2002), *Firm's Relative Operational Efficiency and Analysts' Earning Forecasts*.