

# LÝ THUYẾT - THỰC NGHIỆM CẤU TRÚC VỐN VÀ CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH

● NGÔ VĂN TOÀN - LÊ THỊ LANH

## TÓM TẮT:

Cấu trúc vốn là phối hợp của tài trợ bằng nợ và vốn chủ sở hữu. Sự lựa chọn và các yếu tố quyết định của nó liên quan đến nhiều yếu tố khác nhau. Nghiên cứu này trình bày tóm tắt một số lý thuyết truyền thống được thảo luận về cấu trúc vốn, chẳng hạn như lý thuyết đánh đổi, lý thuyết chi phí đại diện và lý thuyết trật tự phân hạng. Sau đó, bài viết đã kết luận 7 yếu tố xác định từ các khía cạnh thực tiễn, thảo luận về mối tương quan giữa các yếu tố này và sự lựa chọn của cấu trúc vốn.

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng, các chi phí đại diện, tính hữu hình tài sản, cơ hội tăng trưởng.

## 1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn của một công ty mô tả cách thức mà một công ty huy động vốn cần thiết để thiết lập và mở rộng hoạt động kinh doanh cho công ty của mình. Cấu trúc vốn được hiểu là sự pha trộn của nhiều loại vốn chủ sở hữu và nợ mà một công ty duy trì do các quyết định tài trợ.

Hơn 4 thập kỷ trước, lý thuyết hiện đại về cấu trúc vốn được hình thành sau khi Modigliani & Miller (1958) công bố tác phẩm nổi tiếng này. Lựa chọn cấu trúc vốn đã truyền cảm hứng và mê hoặc nhiều nhà nghiên cứu. Vô số nghiên cứu đã điều tra các giải thích về lựa chọn cấu trúc vốn của các công ty, nghiên cứu lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đều đã được thực hiện. Tuy nhiên vẫn chưa có câu trả lời rõ ràng cho câu hỏi Myers (1984) ở hơn 20 năm trước "Làm thế nào để các công ty chọn cấu trúc vốn của họ?". Các lý thuyết khác nhau trả lời câu hỏi này từ quan điểm khác nhau. Lý thuyết đánh đổi truyền thống thừa nhận sự tồn tại của cấu trúc vốn tối ưu, trong đó chỉ ra

sự lựa chọn tối ưu của cấu trúc vốn các công ty là sự cân bằng của lá chắn thuế công ty để phòng lại chi phí phá sản và chi phí đại diện. Tuy nhiên, lý thuyết trật tự phân hạng ra nghi ngờ về sự tồn tại của cấu trúc vốn mục tiêu, cho thấy các công ty chỉ sử dụng nợ khi không có tài trợ nội bộ.

Các nghiên cứu trước đây đã kết luận rằng tỷ lệ đòn bẩy của các công ty tỷ lệ liên quan chặt chẽ đến các đặc điểm ở cấp độ công ty. Chẳng hạn, Harris & Raviv (1991) cho rằng "đòn bẩy tăng với tài sản cố định, lá chắn thuế phi nợ, các cơ hội đầu tư và quy mô công ty và sự giảm sút với biến động, chi phí quảng cáo, khả năng phá sản, khả năng sinh lời và tính đơn nhất của sản phẩm". Hầu hết các bằng chứng thực nghiệm trước đây đều dựa trên các công ty ở Mỹ với một vài ngoại lệ đáng chú ý. Tuy nhiên, kinh nghiệm từ một quốc gia đơn lẻ có thể bao gồm các tác động của hệ thống tài chính và truyền thống kinh tế khác nhau đối với lựa chọn cấu trúc vốn. So sánh giữa các quốc gia là rất cần thiết cho sự hiểu biết về sự khác biệt lựa chọn đòn

bấy giữa các quốc gia. Và cũng có thể sử dụng so sánh giữa các quốc gia để đề xuất mối liên kết giữa sự khác biệt về thể chế (institutional) và kết quả thực nghiệm về cấu trúc vốn.

## 2. Lý thuyết về cấu trúc vốn và các yếu tố quyết định

### 2.1. Lý thuyết MM (MM Theory)

Được coi là sự khởi đầu của lý thuyết hiện đại về cấu trúc vốn, Modigliani & Miller (1958) minh họa rằng theo các giả định chính yếu, giá trị của công ty không bị ảnh hưởng bởi chính cấu trúc vốn của nó. Thị trường vốn được coi là hoàn hảo trong thể giới MM, nơi người trong cuộc và người ngoài cuộc có thông tin hoàn hảo; không có chi phí giao dịch, chi phí phá sản hoặc khoản thuế khoản tồn tại; lựa chọn vốn và nợ trở nên "không liên quan" và các quỹ (vốn) bên trong và bên ngoài có thể được thay thế hoàn hảo cho nhau. Nếu các giả định chính này được nới lỏng, cấu trúc vốn có thể trở nên "có liên quan" với giá trị của công ty. Vì vậy, những nỗ lực nghiên cứu dưới đây đã góp phần làm giảm bớt các giả định lý tưởng và mô tả các kết quả.

### 2.2. Lý thuyết đánh đổi tĩnh (Static Trade-off Theory)

Trong khuôn khổ đánh đổi tĩnh, công ty được xem là thiết lập tỷ lệ nợ-vốn mục tiêu và dần dần tiến tới về mục tiêu này. Tài trợ nợ có một lợi thế quan trọng so với vốn chủ sở hữu: lợi ích mà doanh nghiệp được khấu trừ thuế trong khi thu nhập vốn chủ sở hữu phải chịu thuế doanh nghiệp. Nhưng nợ cũng làm tăng rủi ro tài chính làm cho lựa chọn tài trợ nợ không rẻ hơn vốn chủ sở hữu. Vì vậy, trong sự suy xét đánh đổi tĩnh, các nhà quản lý coi quyết định vốn chủ sở hữu - nợ của công ty là sự đánh đổi giữa lợi ích của lá chắn thuế của nợ và chi phí của sự khánh kiệt tài chính. Cụ thể, cấu trúc vốn hướng về mục tiêu phản ánh thuế suất, loại tài sản, rủi ro kinh doanh, khả năng sinh lời và chi phí phá sản. Trên thực tế, công ty đang cân bằng chi phí và lợi ích của các khoản vay, nắm giữ tài sản và kế hoạch đầu tư không đổi (Myers, 1984).

### 2.3. Lý thuyết dựa trên chi phí đại diện (Agency cost-based theory)

Lý thuyết dựa trên chi phí đại diện minh họa rằng cấu trúc vốn của công ty được xác định bởi chi phí đại diện, bao gồm chi phí cho phát hành nợ và vốn chủ sở hữu. Các chi phí liên quan đến phát hành vốn chủ sở hữu có thể bao gồm: i) chi phí

giám sát của chủ (chủ sở hữu vốn); ii) chi phí liên quan của đại diện (người quản lý); iii) giảm bớt phức lợi cho chủ do sự phân kỳ của các quyết định của đại diện từ những người tối đa hóa phúc lợi của chủ. Chi phí đại diện nợ của bao gồm chi phí cơ hội là nguyên nhân tác động của nợ đối với các quyết định đầu tư của công ty; sự giám sát và chi tiêu trái phiếu của cả chủ nợ và người sở hữu - quản lý; và các chi phí liên quan đến phá sản và sự tổ chức lại (See Hunsaker, 1999). Vì cả vốn chủ sở hữu và nợ phải trả chi phí đại diện, tỷ lệ nợ-vốn tối ưu liên quan đến sự đánh đổi giữa hai loại chi phí. Chi phí đại diện phát sinh do xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và người quản lý của công ty. Jensen & Meckling (1976) giới thiệu hai loại xung đột: Xung đột giữa các cổ đông và nhà quản lý; Và xung đột giữa các cổ đông và chủ nợ.

### 2.4. Thông tin bất cân xứng (Asymmetric information)

Các lý thuyết dựa trên bất cân xứng thông tin cho rằng những người quản lý công ty và người bên trong sở hữu thông tin riêng tư về các đặc điểm của dòng tỷ suất sinh lợi hoặc các cơ hội đầu tư mà công ty bên ngoài hiếm khi biết đến. Lựa chọn đòn bẩy trong khuôn khổ này được thiết kế để giảm thiểu sự không có hiệu quả của các quyết định đầu tư được cho là nguyên nhân gây ra bởi sự bất cân xứng thông tin (Myers & Majluf, 1984) hoặc được sử dụng như là phát tín hiệu cho các nhà đầu tư bên ngoài về thông tin của người bên trong (Ross, 1977).

### 3. Bằng chứng thực nghiệm các yếu tố quyết định cấu trúc vốn

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng một số yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn cấu trúc vốn của công ty, chẳng hạn như tính hữu hình (tangibility), thuế (tax), quy mô công ty (size), khả năng sinh lời (profitability), các cơ hội tăng trưởng (growth opportunities) và biến động (volatility). Trong các tác phẩm nổi bật của mình, Harris & Raviv (1991) tóm tắt rằng "đòn bẩy tăng với tài sản cố định, lá chắn thuế phi nợ, các cơ hội đầu tư và quy mô doanh nghiệp và giảm theo sự biến động của thu nhập, chi phí quảng cáo, khả năng phá sản (probability of bankruptcy), khả năng sinh lời và tính độc nhất của sản phẩm (uniqueness of the product)". Tuy nhiên, mối quan hệ giữa các yếu tố và cấu trúc vốn không nhất quán. Các kết quả thực nghiệm là khác nhau và đôi khi mâu thuẫn trong nhiều nghiên cứu.

### 3.1. Tính hữu hình tài sản (*Tangibility*)

Các lý thuyết thường nói rằng tính hữu hình tài sản có quan hệ thuận chiều đến đòn bẩy. Vì tài sản hữu hình có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp trong việc đi vay bên ngoài, nên sự hiện diện của phần lớn của tài sản hữu hình của công ty giúp vay ngân hàng với lãi suất thấp hơn và nó cũng giúp giảm rủi ro cho người cho vay gánh chịu chi phí đại diện của nợ. Vì các khoản nợ có thể được bảo đảm bằng cách thế chấp tài sản hữu hình, cơ hội của công ty để tham gia vào thay thế tài sản bị giảm do sự hiện diện của một phần lớn các khoản nợ được bảo đảm. Stulz & Johnson (1985) và Johnson (1997) đối với các công ty có nhiều tài sản vô hình hơn, chi phí vốn cao hơn do việc giám sát khó khăn hơn. Do đó, một công ty có phần lớn tài sản hữu hình dự kiến sẽ có nhiều nợ hơn.

### 3.2. Thuế suất hiệu quả (*Effective tax rate*)

Ảnh hưởng của thuế suất lên tỷ lệ đòn bẩy là không rõ ràng. *Thứ nhất*, vì tiền lãi từ khoản vay được khấu trừ thuế, các công ty có thu nhập chịu thuế cao hơn nên có nhiều nợ hơn để hưởng lợi từ lá chắn thuế (Hauge & Senbet, 1986). Do đó, thuế suất hiệu quả được kỳ vọng sẽ có liên quan hệ thuận chiều với mức nợ. *Thứ hai*, thuế suất hiệu quả cao hơn cũng làm giảm quỹ nội bộ và tăng chi phí sử dụng vốn. Do đó, quan hệ ngược chiều giữa thuế suất hiệu quả và mức nợ đã được kỳ vọng. Trong khi đó, Titman & Wessel (1988) đã không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa thuế suất hiệu quả và tỷ lệ đòn bẩy. Trong nghiên cứu của mình, hai tác giả Oino & Ukaegbu (2015) sử dụng thước đo thuế suất hiệu quả được tính bằng tổng thuế được trả theo tỷ trọng của lợi nhuận trước thuế.

### 3.3. Quy mô công ty (*Size*)

Nhiều nghiên cứu đồng ý rằng, quy mô công ty có quan hệ thuận chiều với đòn bẩy. Quy mô công ty có thể là đại diện ngược cho xác suất phá sản. Các công ty lớn thường đa dạng hóa nhiều hơn và có dòng tiền ổn định hơn. Vì vậy, xác suất phá sản là nhỏ đối với các công ty lớn, điều này xảy ra ngược lại với công ty nhỏ. Hơn nữa, nhiều nghiên cứu cho thấy các công ty lớn thích phát hành nợ dài hạn, trong khi các công ty nhỏ chọn nợ ngắn hạn để tài trợ cho các dự án của công ty mình. Do lợi thế kinh tế về quy mô và khả năng thương lượng với các chủ nợ, các công ty lớn gánh chịu

chi phí phát hành nợ và vốn chủ sở hữu thấp hơn so với các công ty nhỏ (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999). Mặt khác, quy mô cũng có thể là sự bất cân xứng thông tin giữa người bên trong và người bên ngoài. Các công ty lớn được cho là có liên hệ với mức độ thấp bất cân xứng thông tin so với các công ty nhỏ hơn. Fama & Jensen (1983) cho rằng, các công ty lớn cung cấp nhiều thông tin hơn cho các nhà đầu tư bên ngoài so với các công ty nhỏ hơn. Lợi ích từ sự bất cân xứng thông tin thấp, các công ty lớn được kỳ vọng để dàng tiếp cận thị trường nợ và đi vay với chi phí thấp hơn.

### 3.4. Các cơ hội tăng trưởng (*Growth Opportunities*)

Các nghiên cứu lý thuyết thường cho thấy rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa các cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy. Trong tình trạng đầu tư dưới mức, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao có thể từ bỏ các dự án NPV dương vì tổn động nợ chưa giải quyết (Myers, 1977). Vì tỷ suất lợi nhuận từ khoản đầu tư đó sẽ được chuyển cho các chủ nợ thay vì các cổ đông. Nếu quản lý theo đuổi mục tiêu tăng trưởng, lợi ích nhà quản lý và cổ đông có khuynh hướng trùng với công ty với cơ hội đầu tư mạnh mẽ. Trong trường hợp đầu tư quá mức, trong khi các công ty thiếu cơ hội đầu tư, nợ hạn chế chi phí đại diện của sự tùy tiện trong quản lý. Vì vậy, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao có thể không phát hành nợ ngay từ đầu và mối quan hệ ngược chiều giữa cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy đã được kỳ vọng.

### 3.5. Khả năng sinh lời (*Profitability*)

Các lý thuyết đôi khi dẫn đến kết luận không nhất quán cho mối tương quan giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy. Các mô hình đánh đổi cho rằng các công ty có sinh lời có nhu cầu lớn hơn để bảo vệ thu nhập từ thuế công ty và nên vay nhiều hơn các công ty có sinh lợi thấp hơn. Trong khi lý thuyết trật tự phân hạng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và mức độ của nợ. Các công ty được giả định thích tài trợ nội bộ hơn tài trợ bên ngoài trong khuôn khổ trật tự phân hạng. Ưu tiên này khiến các công ty sử dụng thu nhập giữ lại trước tiên như các quỹ đầu tư và chỉ chuyển sang tài trợ bên ngoài khi thu nhập giữ lại không đủ. Khi phải đối mặt với sự lựa chọn giữa nợ và vốn chủ sở hữu, các công ty sẽ thích phát hành nợ hơn phát hành vốn chủ sở hữu. Trong trường

hợp này, các công ty có kỳ vọng sinh lời sẽ có ít nợ hơn. Các mô hình dựa trên đại diện đưa ra dự đoán về vấn đề này theo các cách sau: Trong lý thuyết dòng tiền tự do, Jensen (1986) định nghĩa nợ là công cụ kỹ thuật để buộc các nhà quản lý phải trả tiền lãi và kết quả là dòng tiền bị hao mòn trong việc mưu đồ quyền lực. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm xác nhận mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Wald, 1999) trong khi mối quan hệ thuận chiều ít được hỗ trợ bởi các nghiên cứu thực nghiệm.

### 3.6. Biến động lợi nhuận giữ lại (Volatility of earnings)

Biến động hoặc rủi ro kinh doanh là đại diện cho xác suất gặp khánh kiệt tài chính và nó thường được dự kiến sẽ tương quan ngược với đòn bẩy. Một số phương pháp đo lường biến động đã được sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm như độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần (ROS), độ lệch chuẩn của sai phân bậc một trong dòng tiền hoạt động được tính theo tổng tài sản bình quân hoặc độ lệch chuẩn của phần trăm thay đổi trong thu nhập hoạt động. Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản bình quân theo đề xuất của

Booth, Aivazian, Demircug-Kunt & Maksimovic (2001) để đo lường sự biến động. Các công ty có biến động cao về lợi nhuận giữ lại đối mặt với rủi ro cao hơn khi mức thu nhập giảm mạnh dưới mức cam kết nghĩa vụ trả nợ. Điều này có thể buộc các công ty phải thu xếp các quỹ (funds) với chi phí cao để trả nợ hoặc đi đến phá sản trong một trường hợp cuối cùng. Tuy nhiên, nếu được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, các công ty có thể chọn từ bỏ các khoản thanh toán cổ tức trong thời kỳ khánh kiệt tài chính. Điều này cho thấy là các công ty có biến động lợi nhuận giữ lại cao sẽ vay mượn ít nhất, và thích vốn chủ sở hữu hơn nợ khi phải đứng trước các lựa chọn tài trợ từ bên ngoài. Như thế, kỳ vọng là có mối quan hệ ngược chiều giữa biến động và đòn bẩy (Stephan, Talavera & Tsapin, 2011).

### 3.7. Thanh khoản (Liquidity)

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty thích lài trợ nội bộ hơn tài trợ bên ngoài. Do đó, các công ty có khả năng tạo dự trữ thanh khoản từ thu nhập giữ lại. Nếu các tài sản lưu động đủ để tài trợ cho các khoản đầu tư, các công ty sẽ không cần phải huy động các quỹ bên ngoài. Do đó, thanh khoản dự kiến sẽ quan hệ ngược chiều với đòn bẩy. Trong nghiên cứu này tỷ lệ hiện thời được tính là tài sản hiện có (tài sản ngắn hạn) so

**Bảng 1. Tóm tắt các yếu tố quyết định cấu trúc vốn, định nghĩa và kỳ vọng đầu lý thuyết**

STT	Đại diện (viết tắt)	Các định nghĩa	Lý thuyết đã dự đoán (kỳ vọng dấu)
1	Tính hữu hình tài sản (TANG)	Tổng giá trị sổ sách ròng của các máy móc và thiết bị được tính theo tổng tài sản bình quân.	+
2	Tax (TAX)	Thuế suất hiệu quả	+/-
3	Quy mô (SIZE)	Logarit tự nhiên của tổng doanh thu	+
4	Khả năng sinh lời (ROA)	Thu nhập trước khi chia lãi và thuế	+/-
5	Các cơ hội tăng trưởng (Growth opportunities/MTB)	Giá trị thị trường của tài sản so với giá trị sổ sách của tài sản	
6	Biến động (VOL)	Độ lệch chuẩn của ROA	
7	Thanh khoản (LIQ)	Tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn	

Ghi chú: "+" có nghĩa là đòn bẩy tăng theo yếu tố, "-" có nghĩa là đòn bẩy giảm theo yếu tố; "+/-" có nghĩa là cả hai mối quan hệ thuận chiều và ngược chiều giữa đòn bẩy và yếu tố là có thể được

Nguồn: Tác giả tổng hợp

với các khoản nợ ngắn hạn được dùng đại diện của thanh khoản.

Sau đây là tóm tắt các yếu tố quyết định cấp độ công ty của cấu trúc vốn, định nghĩa và các kỳ vọng lý thuyết trong Bảng 1.

#### 4. Kết luận

Từ lý thuyết ban đầu và các lý thuyết phát triển sau MM, các nghiên cứu thực nghiệm ở các cấp độ quy mô và thể chế khác nhau, tuy rằng đưa ra những kết luận chưa đồng nhất với nhau hoàn toàn, nhưng những đóng góp về mặt thực nghiệm ấy góp phần hoàn thiện cả về mặt lý thuyết lẫn thực nghiệm. Từ đó, sẽ là cơ sở để nâng thêm mức độ sâu của các nghiên cứu về sau này.

Tiếp theo nghiên cứu này sẽ là nghiên cứu tiếp

theo về mặt thực nghiệm ở một phạm vi nào đó, ví dụ áp dụng cho trường hợp các công ty niêm yết tại Việt Nam, có thể mức chuyên sâu hơn là ở ngành nào đó cụ thể. Hoặc những nội dung nghiên cứu sâu hơn về tốc độ điều chỉnh của cấu trúc vốn sẽ khác nhau ở các ngành nghề khác nhau. Theo tác giả, mặc dù vấn đề cấu trúc là vấn đề nghiên cứu truyền thống, nhưng với sự không hoàn hảo của thị trường và bất cân xứng thông tin. Thì sự phát triển trên các nghiên cứu về cấu trúc sẽ sâu hơn và chi tiết hơn. Bên cạnh sự phát triển của thị trường chứng khoán, thị trường giải quyết một nhu cầu về vốn, thì thị trường nợ hứa hẹn ở tương lai sẽ phát triển. Từ đó, một công ty sẽ có thể tài trợ cho hoạt động của mình bằng nợ hay vốn chủ sở hữu ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
2. Green, R. C. (1984). Investment incentives, debt, and warrants. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 115-136.
3. Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
4. Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1986). Corporate finance and taxes: a review. *Financial Management*, 5-21.
5. Hunsaker, J. (1999). The role of debt and bankruptcy statutes in facilitating tacit collusion. *Managerial and Decision Economics*, 20(1), 9-24.
6. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
7. Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
8. Miller, M., & Modigliani, F. (1958). The cost of Capital. *Corporate Finance and the Theory of Investment*. *American Economic Review*, 48, 261-297
9. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
10. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
11. Narayanan, M. P. (1988). Debt versus equity under asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 39-51.
12. Omo, I., & Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 35, 111-121.
13. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
14. Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.

15. Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). *Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: Comment. The Journal of Finance, 34(1), 247-251.*
16. Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). *Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: Comment. The Journal of Finance, 34(1), 247-251.*
17. Stulz, R., & Johnson, H. (1985). *An analysis of secured debt. Journal of financial Economics, 14(4), 501-521.*
18. Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011). *Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. The Quarterly Review of Economics and Finance, 51(2), 141-151.*
19. Titman, S., & Wessels, R. (1988). *The determinants of capital structure choice. The Journal of finance, 43(1), 1-19.*

**Ngày nhận bài: 1/4/2019**

**Ngày phân biện đánh giá và sửa chữa: 11/4/2019**

**Ngày chấp nhận đăng bài: 21/4/2019**

*Thông tin tác giả:*

**1. ThS. NGÔ VĂN TOÀN**

**Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Tài chính - Marketing**

**2. PGS.TS. LÊ THỊ LANH**

**Khoa Tài chính - Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh**

## **THEORETICAL AND PRACTICAL REVIEW OF THE CAPITAL STRUCTURE AND DETERMINANTS OF HOW THE CAPITAL STRUCTURE IS CHOSEN**

● **Master. NGO VAN TOAN**

**Faculty of Finance - Banking, University of Finance – Marketing**

● **Assoc.Prof.Ph.D LE THI LANH**

**Faculty of Finance, University of Economics Ho Chi Minh City**

### **ABSTRACT:**

The capital structure is a mixture of debt and equity of an enterprise. The choosing of a capital structure is based on many factors. This article presents several traditional theories of capital structure, such as trade-off theory, agency cost theory and pecking-order theory. Then the article identifies seven determinants of how the capital structure is chosen based on practical aspects and discusses the correlations between these seven determinants and the choosing of capital structure.

**Keywords:** Capital structure, pecking-order theory, agency costs, tangibility, growth opportunity.