ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÂN HÀNG VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH CẢI THIỆN CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN VÀ CHI PHÍ VỐN

PhD. Võ Thị Vân Na*

Nghiên cứu này phân tích định giá cổ phiếu của các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam thông qua cách tiếp cận định tính dựa trên khung phân tích tích hợp, trong đó nhấn mạnh ba kênh tác động chính: (i) chi phí vốn huy động (Cost of Fund - COF), (ii) chất lượng tài sản (tỷ lệ nợ xấu) và (iii) quy mô vốn chủ sở hữu. Trên cơ sở dữ liệu tổng hợp từ các ngân hàng niêm yết và các báo cáo ngành, nghiên cứu kết hợp phân tích so sánh và diễn giải theo kênh tác động nhằm làm rõ mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính và định giá thị trường (P/E, P/B). Kết quả nghiên cứu cho thấy định giá cổ phiếu ngân hàng Việt Nam hiện đang ở mức thấp hơn trung bình lịch sử, các ngân hàng có chi phí vốn thấp thường duy trì biên lãi ròng và khả năng sinh lời cao hơn, từ đó được định giá ở mức P/B cao hơn. Đồng thời, sự cải thiện chất lượng tài sản góp phần giảm chi phí dự phòng và hỗ trợ phục hồi lợi nhuận, qua đó tác động tích cực đến định giá theo P/E, các ngân hàng có quy mô vốn lớn và mức độ ổn định cao thường được thị trường đánh giá rủi ro thấp hơn và hưởng mức định giá cao hơn. Kết quả cũng cho thấy sự phân hóa đáng kể về định giá giữa các ngân hàng, phản ánh sự khác biệt về cấu trúc nguồn vốn, năng lực quản trị rủi ro và hiệu quả hoạt động. Điều này hàm ý sự tồn tại của khoảng cách giữa giá trị nội tại và giá thị trường (valuation gap), đồng thời cho thấy tiềm năng điều chỉnh tăng định giá trong trung hạn khi các yếu tố nền tảng tiếp tục được cải thiện và niềm tin thị trường được củng cố.

• Từ khóa: *ngân hàng thương mại, định giá cổ phiếu, chi phí vốn, P/E, P/B, nợ xấu.*

This paper investigates the determinants of stock valuation for listed commercial banks in Vietnam based on an integrated analytical framework. The study emphasizes three key transmission mechanisms: (i) funding cost (Cost of Funds - COF), (ii) asset quality (non-performing loan ratio), and (iii) equity size. Drawing on data compiled from listed banks and industry reports, the study employs comparative analysis and mechanism-based interpretation to clarify the relationships between financial fundamentals and market valuation indicators (P/E and P/B). The findings indicate that Vietnamese banking stocks are currently valued below their historical averages, despite improving underlying fundamentals. Specifically, banks with lower funding costs tend to maintain higher net interest margins and profitability, which in turn support higher P/B valuations. At the same time, improvements in asset quality contribute to lower credit provisioning expenses and facilitate earnings recovery, thereby positively affecting P/E-based valuation. In addition, banks with larger equity bases and greater financial stability are perceived as less risky by the market and are consequently associated with higher valuation levels. The results also reveal significant heterogeneity in valuation across banks, reflecting differences in funding structure, risk management capacity, and operational efficiency. This suggests the presence of a valuation gap between intrinsic value and market price. Furthermore, the findings imply the potential for valuation re-rating in the medium term as financial fundamentals continue to improve and investor confidence strengthens.

• Key words: *commercial banks, stock valuation, cost of funds, P/E, P/B, non-performing loans.*

Ngày nhận bài: 05/4/2026
Ngày gửi phản biện: 25/4/2026
Ngày duyệt đăng: 29/5/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i314.13

1. Giới thiệu

Ngành ngân hàng giữ vai trò trung tâm trong hệ thống tài chính và cũng là khu vực chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong nhiều năm qua, nhóm cổ phiếu ngân hàng th ường chiếm khoảng 30-35% tổng vốn hóa thị trường, phản ánh tầm quan trọng của hệ thống ngân hàng đối với hoạt động phân bổ vốn trong nền kinh tế (HSX, 2024). Sau giai đoạn chịu tác động mạnh từ suy giảm kinh tế và khó khăn của thị trường bất động sản trong giai đoạn trước, hệ thống ngân hàng Việt Nam đang bước vào chu kỳ phục hồi. Trong bối cảnh đó, việc phân tích định giá cổ phiếu ngân hàng trở nên cần thiết nhằm đánh giá liệu thị trường đang định giá hợp lý các ngân hàng niêm yết hay không. Các chỉ tiêu định giá như P/E (Price-to-Earnings ratio) và P/B (Price-to-Book ratio) phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với khả năng sinh lời trong tương lai của ngân hàng. Đồng thời, chi phí vốn huy động là yếu tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến biên lãi ròng (NIM) và lợi nhuận của ngân hàng.

Nghiên cứu này tập trung phân tích mối quan hệ giữa quy mô vốn chủ sở hữu, chi phí vốn huy động

** Trường đại học Xây dựng Miền Tây; email: vothivanna@mtu.edu.vn*

và định giá cổ phiếu ngân hàng, từ đó đánh giá triển vọng định giá của ngành ngân hàng Việt Nam trong bối cảnh chất lượng tài sản đang được cải thiện.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về khả năng sinh lời và rủi ro ngân hàng, nhưng chủ yếu tập trung vào các yếu tố vi mô riêng lẻ như tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) hoặc nợ xấu. Tuy nhiên, mối quan hệ tổng hợp giữa chi phí vốn huy động, chất lượng tài sản và định giá thị trường của ngân hàng vẫn chưa được phân tích một cách hệ thống, đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Nghiên cứu này nhằm lấp đầy khoảng trống nghiên cứu bằng cách xây dựng một khung phân tích tích hợp giữa chi phí vốn, chất lượng tài sản và định giá cổ phiếu ngân hàng, từ đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm và hàm ý chính sách phù hợp với thị trường Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Trong lý thuyết tài chính ngân hàng, định giá của ngân hàng trên thị trường chứng khoán thường được giải thích thông qua ba nhóm yếu tố cốt lõi: khả năng sinh lời, cấu trúc nguồn vốn và chất lượng tài sản. Các yếu tố này không tồn tại độc lập mà có mối quan hệ tương tác chặt chẽ, hình thành kênh tác động ảnh hưởng đến giá trị thị trường của ngân hàng.

Theo Berger và Mester (1997), hiệu quả hoạt động là yếu tố trung tâm quyết định khả năng sinh lời và sự khác biệt về giá trị giữa các tổ chức tài chính. Các ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao thường đạt ROE cao hơn, từ đó được thị trường định giá ở mức cao hơn thông qua chỉ số P/B.

Athanasoglou, Delis và Staikouras (2008) nhấn mạnh rằng các yếu tố nội tại của ngân hàng như quy mô, cấu trúc vốn và chất lượng tín dụng có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng sinh lời. Trong đó, chi phí vốn huy động và tỷ lệ nợ xấu đóng vai trò then chốt trong việc quyết định lợi nhuận ngân hàng thông qua tác động trực tiếp đến biên lãi ròng và chi phí dự phòng rủi ro.

Bên cạnh đó, Demirgüç-Kunt và Huizinga (2010) cho rằng cấu trúc nguồn vốn, đặc biệt là mức độ ổn định của tiền gửi, có ảnh hưởng quan trọng đến chi phí vốn và hiệu quả hoạt động của ngân hàng. Các ngân hàng có tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao thường có lợi thế về chi phí vốn thấp, từ đó cải thiện khả năng cạnh tranh và duy trì mức sinh lời cao hơn.

Trên cơ sở tổng hợp các nghiên cứu trước, nghiên cứu này tiếp cận theo hướng phân tích dựa trên khung lý thuyết tích hợp (framework-based analysis), trong đó mối quan hệ giữa chi phí vốn, chất lượng tài sản và định giá thị trường được giải thích thông qua các kênh tác động chính sau:

(1) Kênh chi phí vốn - khả năng sinh lời - định giá

Chi phí vốn huy động (COF) là yếu tố đầu vào quan trọng của hoạt động ngân hàng. Khi chi phí vốn giảm, ngân hàng có khả năng duy trì biên lãi ròng (NIM) ở mức cao hơn, từ đó cải thiện lợi nhuận và ROE. Theo lý thuyết định giá, đặc biệt là mô hình Gordon, ROE có mối quan hệ dương với chỉ số P/B. Kênh tác động là COF giảm dẫn đến NIM tăng dẫn đến ROE tăng và làm P/B tăng.

(2) Kênh chất lượng tài sản - rủi ro - lợi nhuận - định giá

Chất lượng tài sản, đại diện bởi tỷ lệ nợ xấu, phản ánh mức độ rủi ro tín dụng của ngân hàng. Khi tỷ lệ nợ xấu giảm, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cũng giảm theo, từ đó cải thiện lợi nhuận sau thuế. Điều này góp phần nâng cao kỳ vọng của nhà đầu tư và hỗ trợ định giá cổ phiếu thông qua chỉ số P/E. Kênh tác động là nợ xấu giảm dẫn đến dự phòng giảm dẫn đến lợi nhuận tăng và làm P/E tăng.

(3) Kênh quy mô vốn - ổn định - rủi ro - định giá

Quy mô vốn chủ sở hữu phản ánh năng lực tài chính và khả năng chống chịu rủi ro của ngân hàng. Các ngân hàng có quy mô vốn lớn thường có mức độ ổn định cao hơn, khả năng hấp thụ tổn thất tốt hơn và được thị trường đánh giá rủi ro thấp hơn. Do đó, các ngân hàng này thường được định giá ở mức cao hơn so với các ngân hàng quy mô nhỏ. Kênh tác động là Quy mô vốn tăng dẫn đến mức độ ổn định tăng dẫn đến rủi ro giảm và làm định giá tăng

Từ các cơ chế trên có thể thấy rằng định giá ngân hàng không chỉ phản ánh kết quả tài chính hiện tại mà còn là sự tổng hợp kỳ vọng của thị trường về khả năng sinh lời, mức độ rủi ro và tính ổn định trong tương lai. Trong bối cảnh Việt Nam, sự khác biệt giữa các ngân hàng về cấu trúc nguồn vốn, chất lượng tài sản và năng lực quản trị rủi ro dẫn đến sự phân hóa đáng kể về định giá thị trường. Các ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn thấp, chất lượng tài sản tốt và quy mô vốn lớn thường được thị trường định giá ở mức cao hơn, trong khi các ngân hàng có rủi ro tín dụng cao hoặc chi phí vốn lớn thường chịu mức chiết khấu định giá đáng kể. Cách tiếp cận theo khung phân tích này cho phép nghiên cứu không chỉ mô tả hiện tượng định giá mà còn giải thích được cơ chế hình thành giá trị thị trường của các ngân hàng, qua đó cung cấp nền tảng lý thuyết vững chắc cho các phân tích thực nghiệm trong các phần tiếp theo.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thiết kế nghiên cứu

Nghiên cứu này tiếp cận phân tích dựa trên khung lý thuyết (framework-based analysis) nhằm giải thích

cơ chế hình thành định giá cổ phiếu ngân hàng trong bối cảnh Việt Nam. Hướng đến việc làm rõ bản chất và kênh tác động giữa các yếu tố tài chính cốt lõi (chi phí vốn, chất lượng tài sản, quy mô vốn) và định giá thị trường. Cách tiếp cận này đặc biệt phù hợp trong bối cảnh thị trường mới nổi, nơi các mối quan hệ kinh tế có thể chịu ảnh hưởng bởi yếu tố cấu trúc và hành vi.

3.2. Khung phân tích nghiên cứu

Dựa trên tổng hợp lý thuyết tài chính ngân hàng và các nghiên cứu thực nghiệm trước, nghiên cứu xây dựng khung phân tích định tính gồm ba nhóm kênh tác động:

Kênh chi phí vốn - khả năng sinh lời - định giá: Chi phí vốn huy động ảnh hưởng đến biên lãi ròng (NIM), từ đó tác động đến ROE và định giá P/B.

Kênh chất lượng tài sản - rủi ro - lợi nhuận - định giá: Tỷ lệ nợ xấu ảnh hưởng đến chi phí dự phòng, qua đó tác động đến lợi nhuận và định giá P/E.

Kênh quy mô vốn - ổn định - rủi ro - định giá: Quy mô vốn chủ sở hữu phản ánh năng lực tài chính và mức độ ổn định, ảnh hưởng đến rủi ro và định giá thị trường.

Khung phân tích giữ vai trò trung tâm trong toàn bộ nghiên cứu, được sử dụng để định hướng lựa chọn biến, tổ chức dữ liệu và diễn giải kết quả.

3.3. Phạm vi và đối tượng nghiên cứu

Nghiên cứu tập trung vào hệ thống các ngân hàng thương mại (NHTM) cổ phần đã niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung (HOSE và HNX) trong giai đoạn 2019 - 2024. Việc sử dụng dữ liệu từ các đơn vị niêm yết không chỉ đảm bảo tính minh bạch, sẵn có của các chỉ số tài chính mà còn giúp giá thị trường phản ánh khách quan kỳ vọng của nhà đầu tư thông qua các chỉ số P/E và P/B. Mẫu quan sát được lựa chọn theo phương pháp lấy mẫu có mục đích (purposive sampling), thỏa mãn đồng thời các tiêu chí sau:

+ Tính đại diện: Các ngân hàng được chọn có quy mô vốn chủ sở hữu đa dạng, đại diện cho cả hai nhóm sở hữu chính là NHTM Nhà nước và NHTM cổ phần tư nhân.

+ Tính đầy đủ của dữ liệu: Đảm bảo hệ thống dữ liệu thứ cấp về chi phí vốn (COF) và tỷ lệ nợ xấu (NPL) được công bố liên tục và nhất quán trong suốt giai đoạn quan sát.

+ Tính thanh khoản: Các ngân hàng trong mẫu phải có khối lượng giá trị giao dịch bình quân phiên tối thiểu 10 tỷ VND (thuộc nhóm VN30 trên thị trường chứng khoán).

+ Giới hạn dữ liệu và thời gian: Dữ liệu nghiên cứu được trích xuất từ báo cáo tài chính đã kiểm toán và báo cáo thường niên trong giai đoạn 2019 - 2024, kết hợp với các báo cáo phân tích ngành để làm rõ sự phân hóa về năng lực quản trị rủi ro và cấu trúc nguồn vốn giữa các nhóm ngân hàng.

3.4. Lựa chọn và diễn giải biến nghiên cứu

Các biến nghiên cứu được xác định dựa trên khung lý thuyết và được sử dụng như các đại diện (proxies) cho các yếu tố kinh tế:

Chi phí vốn huy động (COF): đại diện cho chi phí đầu vào của ngân hàng

Tỷ lệ nợ xấu: phản ánh chất lượng tài sản và mức độ rủi ro tín dụng

Quy mô vốn chủ sở hữu: đại diện cho năng lực tài chính và mức độ ổn định

Chỉ tiêu định giá (P/E, P/B): phản ánh kỳ vọng của thị trường đối với ngân hàng

Việc lựa chọn các biến này nhằm đảm bảo sự liên kết chặt chẽ giữa lý thuyết và thực tiễn, đồng thời phù hợp với đặc thù của ngành ngân hàng.

3.5. Phương pháp phân tích dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng kết hợp các kỹ thuật phân tích định tính nhằm làm rõ mối quan hệ giữa các biến:

Phân tích mô tả (descriptive analysis): Mô tả đặc điểm của các ngân hàng về chi phí vốn, quy mô và định giá nhằm nhận diện sự phân hóa trong hệ thống.

Phân tích so sánh (comparative analysis): So sánh định giá hiện tại với mức trung bình lịch sử nhằm đánh giá xu hướng định giá của thị trường.

Phân tích diễn giải theo cơ chế (mechanism-based interpretation): Diễn giải kết quả dựa trên các kênh tác động đã xây dựng trong khung lý thuyết, qua đó làm rõ mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính và định giá.

Cách tiếp cận này cho phép nghiên cứu không chỉ dừng lại ở việc mô tả hiện tượng mà còn cung cấp lời giải thích có cơ sở lý thuyết về sự khác biệt trong định giá giữa các ngân hàng.

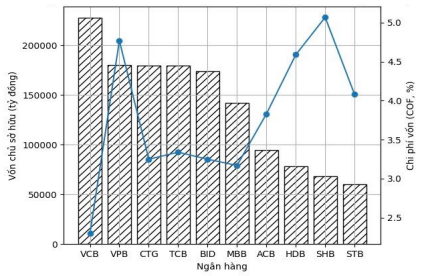
4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Quy mô vốn chủ sở hữu và chi phí vốn

Dữ liệu cho thấy sự khác biệt đáng kể về quy mô vốn chủ sở hữu giữa các ngân hàng. Vietcombank là ngân hàng có vốn chủ sở hữu lớn nhất hệ thống với hơn 227 nghìn tỷ VN đồng (Vietcombank, 2024), tiếp theo là VPBank, VietinBank và Techcombank.

Biểu đồ 1 trình bày mối quan hệ giữa quy mô vốn chủ sở hữu và chi phí vốn huy động (COF), qua đó cho thấy sự phân hóa rõ rệt giữa các nhóm ngân hàng. Điều này phản ánh mức độ khác biệt về năng lực tài chính và khả năng mở rộng hoạt động giữa các ngân hàng.

Biểu đồ 1. Quy mô vốn chủ sở hữu và chi phí vốn huy động của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính các ngân hàng

Ghi chú: Cột thể hiện vốn chủ sở hữu, đường thể hiện chi phí vốn (COF)

Dữ liệu thực nghiệm tại biểu đồ 1 minh chứng cho sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến tính giữa quy mô vốn và chi phí huy động (COF) trong hệ thống NHTM niêm yết. Đáng lưu ý, nghiên cứu ghi nhận sự phân cực rõ rệt: trong khi nhóm NHTM có vốn Nhà nước (điển hình là VCB) tối ưu hóa lợi thế quy mô với COF thấp kỷ lục (~2,3%) nhờ tỷ lệ CASA lớn, thì nhóm NHTM cổ phần có định hướng tín dụng tiêu dùng (điển hình là VPB) chấp nhận mức COF tiệm cận 5% như một biến số đánh đổi để duy trì thanh khoản cho danh mục tài sản rủi ro cao. Điểm dị biệt (outlier) về chi phí vốn này chính là bằng chứng thực chứng phản ánh sự khác biệt trong mô hình kinh doanh và khẩu vị rủi ro. Những đặc điểm nội tại này tạo thành cơ sở dữ liệu quan trọng để giải thích sự phân hóa trong chỉ số định giá P/B và P/E giữa các nhóm ngân hàng tại phần tiếp theo của nghiên cứu.

4.2. Phân tích định giá P/E

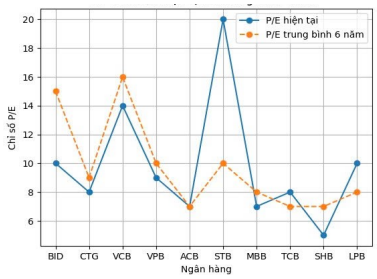
So sánh P/E hiện tại với mức trung bình 6 năm gần đây (2019-2024) cho thấy phần lớn cổ phiếu ngân hàng đang giao dịch ở mức định giá thấp hơn lịch sử. Theo các báo cáo ngành, mức P/E của nhóm ngân hàng Việt Nam thường thấp hơn so với các thị trường mới nổi trong giai đoạn bất ổn kinh tế, xu hướng này phản ánh sự thận trọng của nhà đầu tư trong bối cảnh thị trường tài chính chịu ảnh hưởng từ chu kỳ suy giảm kinh tế và rủi ro tín dụng gia tăng trong giai đoạn trước (IMF, 2024).

Định giá P/E hiện tại và trung bình lịch sử được thể hiện tại Biểu đồ 2, qua đó phản ánh xu hướng định giá thấp hơn trung bình của phần lớn ngân hàng.

Tuy nhiên, theo khung phân tích nghiên cứu, P/E chịu ảnh hưởng mạnh từ biến động lợi nhuận ngắn hạn, đặc biệt là chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. Điều này cho thấy cần xem xét P/E trong mối liên hệ với kênh chất lượng tài sản - lợi nhuận - định giá, cụ thể: Nợ xấu giảm giúp dự phòng giảm dẫn đến lợi nhuận tăng và làm P/E tăng.

Trong bối cảnh chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng đang có xu hướng cải thiện, việc giảm áp lực trích lập dự phòng có thể giúp lợi nhuận phục hồi trong trung hạn. Do đó, mức P/E thấp hiện tại có thể phản ánh yếu tố chu kỳ hơn là sự suy giảm dài hạn về giá trị nội tại. Nhưng do lợi nhuận ngân hàng mang tính chu kỳ cao, chỉ số P/E có thể bị biến động mạnh và không hoàn toàn phản ánh đầy đủ giá trị nội tại. Vì vậy, việc kết hợp với chỉ số P/B là cần thiết để có đánh giá toàn diện hơn về định giá ngân hàng.

Biểu đồ 2. So sánh P/E hiện tại và trung bình 6 năm (2019-2024) của các ngân hàng



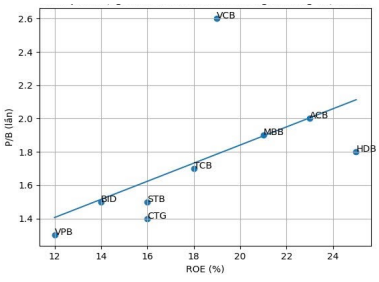
Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu thị trường (2019-2024)

4.3. Phân tích định giá P/B

Chỉ số P/B của các ngân hàng cũng cho thấy xu hướng tương tự. Theo đó, cổ phiếu ngân hàng Việt Nam thường giao dịch trong khoảng P/B từ 1,0 đến 2,5 lần, trong đó các ngân hàng có ROE cao và quản trị rủi ro tốt thường được định giá cao hơn.

Ngoài ra, theo mô hình định giá Gordon, P/B của ngân hàng có thể được biểu diễn như một hàm của ROE và chi phí vốn chủ sở hữu. Do đó, các ngân hàng duy trì ROE cao và ổn định thường được định giá ở mức P/B cao hơn. Trong bối cảnh chi phí vốn huy động giảm và chất lượng tài sản cải thiện, ROE của các ngân hàng có khả năng được cải thiện, qua đó hỗ trợ mở rộng định giá trong trung hạn.

Biểu đồ 3. Mối quan hệ giữa ROE và P/B của các ngân hàng Việt Nam



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính các ngân hàng (2024)

Liên hệ với khung phân tích, kết quả này phản ánh sự đồng thời tác động của hai kênh tác động:

+ Kênh chi phí vốn - sinh lời - định giá: COF thấp giúp cải thiện NIM và ROE, qua đó hỗ trợ tăng P/B

+ Kênh quy mô vốn - rủi ro - định giá: Ngân hàng có quy mô vốn lớn thường có mức độ ổn định cao

hơn, rủi ro thấp hơn và được thị trường định giá cao hơn: Quy mô vốn tăng dẫn đến mức độ ổn định tăng từ đó rủi ro giảm và làm định giá tăng.

Trong giai đoạn chi phí vốn có xu hướng ổn định và chất lượng tài sản được cải thiện, ROE của các ngân hàng có khả năng phục hồi và tăng trưởng trong trung hạn. Điều này tạo nền tảng cho khả năng mở rộng định giá (valuation re-rating), đặc biệt đối với các ngân hàng có lợi thế về nguồn vốn và quản trị rủi ro.

5. Kết luận

Ba yếu tố cốt lõi là chi phí vốn, chất lượng tài sản và quy mô vốn chủ sở hữu, được xác định là các nhân tố chi phối mức định giá cổ phiếu ngân hàng tại Việt Nam, thông qua ba cơ chế chính: khả năng sinh lời, mức độ rủi ro và mức độ ổn định tài chính.

Thứ nhất, kênh chi phí vốn - khả năng sinh lời - định giá đóng vai trò trung tâm. Các ngân hàng có chi phí vốn thấp thường duy trì NIM và ROE cao hơn, qua đó được thị trường định giá ở mức P/B cao hơn, phản ánh mối liên hệ chặt chẽ giữa hiệu quả hoạt động và định giá.

Thứ hai, kênh quy mô vốn - ổn định - rủi ro - định giá, giải thích sự phân hóa giữa các ngân hàng. Quy mô vốn lớn giúp nâng cao khả năng chống chịu và ổn định hoạt động, qua đó góp phần làm giảm phần bù rủi ro và cải thiện định giá.

Thứ ba, kênh chất lượng tài sản - rủi ro - lợi nhuận - định giá ngày càng rõ nét khi nợ xấu được kiểm soát. Việc giảm áp lực trích lập dự phòng không chỉ cải thiện lợi nhuận mà còn nâng cao đánh giá rủi ro của thị trường, qua đó hỗ trợ phục hồi định giá, dù có độ trễ nhất định do tính chu kỳ.

Mặc dù mô hình cho thấy sự tác động rõ nét của COF và chất lượng tài sản, kết quả định giá thực tế vẫn chịu ảnh hưởng từ các yếu tố ngoại lệ hệ thống và bối cảnh vĩ mô. Các biến động về chính sách tiền tệ và tâm lý e ngại rủi ro toàn ngành có thể tạo ra ‹khoảng cách định giá› (valuation gap), khiến giá thị trường thấp hơn giá trị nội tại ngay cả với các ngân hàng có nền tảng tốt. Điều này giải thích cho các điểm dị biệt (outlier) như tại VPB, nơi sự đánh đổi chiến lược giữa chi phí vốn và lợi nhuận kỳ vọng chưa được thị trường phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu.

Kết quả chỉ ra rằng hiệu quả huy động vốn (COF) là biến số quan trọng nhất dẫn dắt giá trị P/B, trong khi chất lượng tài sản quyết định dư địa hồi phục P/E. Đặc biệt tại các ngân hàng có nền tảng quản trị rủi ro tốt nhưng chưa được thị trường định giá đúng mức. Đây là cơ hội cho các nhà đầu tư giá trị trong trung hạn khi tâm lý thị trường ổn định trở lại.

6. Hàm ý chính sách

Dựa trên kết quả phân tích thực chứng về mối tương quan giữa quy mô vốn, chi phí vốn (COF) và định giá thị trường, nghiên cứu đề xuất các hàm ý chính sách sau:

Đối với quản trị tại các Ngân hàng thương mại

Ưu tiên tối ưu hóa cơ cấu nguồn vốn bền vững: Kết quả từ biểu đồ 1 cho thấy lợi thế chi phí vốn thấp (~2,3%) của nhóm ngân hàng dẫn đầu (VCB) chủ yếu đến từ tỷ lệ CASA dồi dào. Do đó, các NHTM cần đẩy mạnh chuyển đổi số để gia tăng tiền gửi không kỳ hạn, coi đây là kênh truyền dẫn cốt lõi để giảm COF và cải thiện biên lãi ròng (NIM), từ đó nâng tầm định giá cổ phiếu.

Quản trị chất lượng tài sản theo chiều sâu: Từ sự phân cực của đường COF tại các "điểm dị biệt" (như VPB), nghiên cứu chỉ ra rằng thị trường có xu hướng định giá thấp hơn đối với các mô hình có rủi ro tài sản cao. Các ngân hàng cần minh bạch hóa lộ trình xử lý nợ xấu và duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao để giảm mức bù rủi ro, giúp thu hẹp khoảng cách định giá (valuation gap).

Đối với cơ quan quản lý và điều hành

Duy trì ổn định kinh tế vĩ mô để giảm thiểu rủi ro hệ thống, nghiên cứu ghi nhận bối cảnh vĩ mô biến động có thể làm sai lệch các chỉ số định giá so với giá trị nội tại. Nhà điều hành cần duy trì tính nhất quán của chính sách tiền tệ nhằm ổn định mặt bằng lãi suất huy động, giúp các ngân hàng dự báo tốt hơn về chi phí vốn đầu vào và ổn định tâm lý nhà đầu tư trên thị trường vốn.

Thúc đẩy tính minh bạch và chuẩn mực quốc tế, việc áp dụng lộ trình IFRS và thắt chặt các quy định về phân loại nợ là cần thiết để giảm thiểu tình trạng bất cân xứng thông tin. Điều này đặc biệt quan trọng giúp các ngân hàng có nền tảng tốt nhưng đang bị "định giá thấp" có cơ hội phản ánh đúng giá trị thực trên thị trường chứng khoán.

Đối với phát triển thị trường tài chính

Khơi thông các kênh dẫn vốn dài hạn, để giảm sự phụ thuộc quá mức vào nguồn vốn ngắn hạn (nguyên nhân gây áp lực lên COF), Việt Nam cần tiếp tục phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp minh bạch. Điều này giúp các NHTM giảm rủi ro kỳ hạn trong bảng cân đối kế toán, từ đó ổn định các biến số tài chính định luật trong mô hình định giá P/B và P/E.

Tài liệu tham khảo:

Athanasoglou, P. P., Delis, M. D., & Staikouras, C. K. (2008). Determinants of bank profitability in the South Eastern European region. South-Eastern Europe Journal of Economics, 6(1), 85-104.

Berger, A. N., & Mester, L. J. (1997). Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions. Journal of Banking & Finance, 21(7), 895-947.

Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2010). Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns. Journal of Financial Economics, 98(3), 626-650.

FiinGroup. (2024). Vietnam banking sector report. https://fiingroup.vn/ (Hoặc link cụ thể).

Ho Chi Minh City Stock Exchange. (2024). Market statistics. https://www.hsx.vn/

International Monetary Fund. (2023). Vietnam: Financial Sector Assessment Program.

State Bank of Vietnam. (2024). Annual report 2023.

World Bank. (2023). Vietnam macro monitoring report.