
TIẾP CẬN ĐA CHIỀU TRONG ĐO LƯỜNG THANH KHOẢN VÀ PHÂN TÍCH BIẾN ĐỘNG THỊ TRƯỜNG: BẰNG CHỨNG TỪ VIỆT NAM

Chu Thị Thanh Trang
Trường Đại học Tài chính – Marketing
Email: trangtcnh@ufm.edu.vn

Mã bài báo: JED-2823
Ngày nhận: 01/01/2026
Ngày nhận bản sửa: 14/03/2026
Ngày duyệt đăng: 16/03/2026
DOI: 10.33301/JED.VI.2823

Tóm tắt

Thanh khoản trên thị trường chứng khoán không phải là một biến một chiều mà bao gồm nhiều khía cạnh khác nhau. Nghiên cứu này tiến hành phân tích thực nghiệm các khía cạnh của thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu xem xét thước đo Bid-Ask, Amihud, Volume và Roll trong mối quan hệ với biến động chỉ số VN-Index. Kết quả cho thấy thước đo liên quan đến chi phí giao dịch (Bid-Ask) là cách đo lường thanh khoản phù hợp hơn các thước đo còn lại. Hơn nữa, bài viết xây dựng một chỉ số thanh khoản đa chiều được tổng hợp từ 4 thước đo thanh khoản trên để tiếp tục xem xét mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động, bằng cách áp dụng tương quan chéo, nhân quả Granger và hàm phản ứng xung trong mô hình VAR. Kết quả thực nghiệm cũng chỉ ra sự suy giảm thanh khoản có khả năng làm gia tăng biến động chỉ số chứng khoán. Điều này cũng có rằng thanh khoản mang tính đa chiều và đóng vai trò quan trọng trong việc khuếch đại biến động tại thị trường mới nổi như Việt Nam.

Từ khóa: Thanh khoản, thị trường chứng khoán, Việt Nam, biến động.

Mã JEL: G10, G14.

Multidimensional liquidity measurement and market volatility: Evidence from Vietnam

Abstract

Liquidity in the stock market is not a one-dimensional variable but comprises multiple dimensions. This research is conducted to analyze the different dimensions of liquidity in the Vietnamese stock market. The study examines the Bid-Ask, Amihud, Volume, and Roll measures in relation to the volatility of the VN-Index. The results indicate that transaction cost-related measures, particularly the Bid-Ask spread, provide a more appropriate proxy for liquidity compared to the other measures. In addition, the study constructs a multidimensional liquidity index based on these four measures to further examine the relationship between liquidity and market volatility by applying cross-correlation, Granger causality, and impulse response functions within a VAR framework. The results also reveal that a decline in liquidity is likely to increase stock market volatility. This further confirms that liquidity is multidimensional and plays an important role in amplifying volatility in emerging markets such as Vietnam.

Keywords: Liquidity, stock market, Vietnam, volatility.

JEL Codes: G10, G14

1. Giới thiệu

Thanh khoản là một khái niệm nền tảng trong tài chính, phản ánh khả năng chuyển đổi tài sản thành tiền nhanh chóng với chi phí thấp và tác động giá hạn chế. Các nghiên cứu lý thuyết cho thấy thanh khoản mang tính tương đối và phụ thuộc vào đặc điểm tài sản cũng như điều kiện thị trường (Keynes, 1931; Hicks, 1962), đồng thời gắn liền với cấu trúc thông tin và chi phí giao dịch (Hirshleifer, 1978). Tại cấp độ thị trường thì

thanh khoản phản ánh khả năng hấp thụ các giao dịch lớn với mức biến động giá tối thiểu (Black, 1971). Điều này cho thấy thanh khoản và biến động thị trường là hai đặc tính có mối quan hệ mật thiết với nhau. Nhiều nghiên cứu cho thấy sự suy giảm thanh khoản thường đi kèm với sự gia tăng biến động, do khả năng hấp thụ lệnh suy yếu và chi phí giao dịch tăng cao (Chordia & cộng sự, 2001; Huberman & Halka, 2001; Pástor & Stambaugh, 2003; Amihud, 2002). Tuy nhiên, mối quan hệ này không đồng nhất mà phụ thuộc vào cấu trúc và mức độ phát triển của thị trường. Đặc biệt, tại các thị trường mới nổi, nơi thanh khoản phân mảnh, giao dịch gián đoạn và bất cân xứng thông tin cao và các thước đo thanh khoản truyền thống có thể không phản ánh đầy đủ điều kiện giao dịch thực tế (Bekaert & cộng sự, 2007; Gabrielsen & cộng sự, 2012).

Thêm vào đó, tính đa chiều của thanh khoản đã được nhắc đến trong nhiều nghiên cứu của Kyle (1985), Huberman & Halka (2001) và Amihud (2002). Tùy thuộc vào cấu trúc thị trường thì dấu hiệu thanh khoản cũng khác nhau (Shen & Starr, 2002), nhất là các thị trường mới nổi, thì sự khác biệt trong tín hiệu thanh khoản thông qua các thước đo là tương đối lớn, không như các thị trường đã phát triển, cấu trúc thanh khoản đồng nhất hơn, đồng thời cũng được nghiên cứu nhiều hơn (Ajina & cộng sự, 2015; Olbrys & Mursztyn, 2017; Garabedian & Inghelbrecht, 2020; Trang & Trung, 2026).

Thị trường Việt Nam với mức độ phát triển rất nhanh, nhưng cấu trúc thị trường còn nhiều hạn chế, dẫn đến dễ bị tổn thương trước những biến động bất thường. Các nghiên cứu tại Việt Nam chủ yếu tập trung ở cấp độ cổ phiếu riêng lẻ và sử dụng các thước đo thanh khoản đơn lẻ, trong khi các phân tích ở cấp độ thị trường và mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động còn hạn chế. Xuất phát từ khoảng trống này, nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động tại thị trường Việt Nam với cách tiếp cận chi tiết và toàn diện hơn. Cụ thể, phân tích mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động thị trường chi tiết theo từng thước đo thanh khoản riêng lẻ, để xem xét thước đo thanh khoản phù hợp nhất, tiếp theo đó xây dựng chỉ số thanh khoản thị trường đa chiều để đánh giá về mức độ tương tác giữa chỉ số tổng hợp với biến động thị trường, có thể đại diện cho các thước đo riêng lẻ hay không?

Kết quả thực nghiệm kỳ vọng làm rõ hơn một số khía cạnh: Thứ nhất, cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động thị trường Việt Nam thông qua các cách đo lường thanh khoản khác nhau từ đó cho thấy thước đo chênh lệch giá (Bid-Ask) là thước đo phù hợp nhất. Thứ hai, đề xuất một chỉ số thanh khoản đa chiều phù hợp với điều kiện thị trường Việt Nam để nghiên cứu trong mối quan hệ về thanh khoản với sự biến động của thị trường.

Nghiên cứu này được bố cục như sau: Phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu. Phần 3 mô tả dữ liệu, phương pháp nghiên cứu và các mô hình thực nghiệm được sử dụng. Phần 4 trình bày kết quả và thảo luận. Cuối cùng, Phần 5 kết luận và đưa ra một số hàm ý chính sách.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Thanh khoản và biến động giá là hai đặc điểm quan trọng của thị trường chứng khoán, có ý nghĩa trong định giá tài sản, quản trị rủi ro và ổn định hệ thống tài chính. Do đó, việc hiểu rõ cơ chế tương tác giữa thanh khoản và biến động là một vấn đề thu hút sự quan tâm rộng rãi của nhiều nghiên cứu (Chakravarty & Holden, 1995; Amihud & Mendelson, 2015; Bali & cộng sự, 2014; Chung & Zhang, 2014; Chung & Chuwonganant, 2018; Muzaffar & Malik, 2024).

Các nghiên cứu ban đầu chủ yếu nhấn mạnh vai trò ổn định của thanh khoản đối với biến động giá. Cụ thể, Cohen & cộng sự (1977) cho thấy thị trường có độ sâu cao thường đi kèm với biến động thấp, trong khi Domowitz & cộng sự (2001) chỉ ra rằng các thị trường mới nổi, với chi phí giao dịch cao, thường có mức biến động lớn hơn so với các thị trường phát triển. Một hướng nghiên cứu cho rằng thanh khoản đóng vai trò dẫn dắt biến động, khi sự suy giảm thanh khoản làm giảm khả năng hấp thụ lệnh của thị trường, khiến các cú sốc giao dịch dễ dàng chuyển hóa thành biến động giá lớn hơn (Chordia & cộng sự, 2001; Huberman & Halka, 2001; Pástor & Stambaugh, 2003; Amihud, 2002). Ngược lại, các nghiên cứu khác cho rằng biến động cao có thể làm xấu đi điều kiện thanh khoản thông qua các ràng buộc về vốn và gia tăng bất định, từ đó khuếch đại tình trạng thiếu thanh khoản (Brunnermeier & Pedersen, 2009; Brockman & cộng sự, 2009). Mối quan hệ hai chiều này cũng được củng cố bởi các bằng chứng thực nghiệm trong Brooks (1998) và Hautsch & Jeleskovic (2008), cho thấy thanh khoản và biến động có thể tương tác động và khuếch đại lẫn nhau theo thời gian.

Đáng chú ý, trong bối cảnh các thị trường mới nổi, mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động có thể trở nên phức tạp hơn do những hạn chế về cấu trúc thị trường. Tình trạng giao dịch kém liên tục, thanh khoản phân mảnh và bất cân xứng thông tin cao khiến các thước đo thanh khoản khác nhau có thể không phản ánh đầy đủ điều kiện giao dịch thực tế (Bekaert & cộng sự, 2007; Gabrielsen & cộng sự, 2012). Trong những điều kiện này, thanh khoản không chỉ có tác động mạnh hơn đến biến động mà còn có thể thể hiện mối quan hệ phi tuyến hoặc thay đổi theo các trạng thái thị trường, đặc biệt trong các giai đoạn bất ổn vĩ mô (Bataineh & Alrabadi, 2017; Muzaffar & Malik, 2024).

Trong ngữ cảnh của Việt Nam, mặc dù thị trường chứng khoán đã có sự phát triển nhanh về quy mô và thanh khoản trong những năm gần đây, cấu trúc thị trường vẫn mang nhiều đặc điểm điển hình của một thị trường mới nổi. Cụ thể, thanh khoản có xu hướng phân mảnh giữa các nhóm cổ phiếu, giao dịch chưa thực sự liên tục, mức độ bất cân xứng thông tin còn cao. Điều này có thể làm cho mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động trở nên phức tạp hơn so với các thị trường phát triển. Trong khi đó, nghiên cứu tại Việt Nam hiện nay chủ yếu tập trung ở cấp độ cổ phiếu và sử dụng các thước đo đơn lẻ như khối lượng giao dịch, turnover hoặc chênh lệch giá mua – bán (Thanh & Thanh, 2024), trong khi một số nghiên cứu khác lại tiếp cận thanh khoản thông qua mối quan hệ với lợi suất thay vì biến động giá (Luong & cộng sự, 2022; Đỗ Đoàn Trang & cộng sự, 2024). Điều này dẫn đến hai hạn chế quan trọng. Thứ nhất, việc phân tích ở cấp độ vi mô có thể bỏ qua đặc tính thanh khoản tổng thể của toàn thị trường, trong khi biến động chỉ số lại phản ánh rủi ro hệ thống. Thứ hai, việc sử dụng các thước đo đơn lẻ khó có thể nắm bắt đầy đủ bản chất đa chiều của thanh khoản, đặc biệt trong bối cảnh thị trường có cấu trúc chưa hoàn thiện như Việt Nam. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm làm rõ vai trò của thanh khoản trong việc hình thành biến động thị trường chứng khoán Việt Nam bằng các góc nhìn thanh khoản khác nhau.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Thứ nhất, nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng thanh khoản đóng vai trò ổn định thị trường. Khi thanh khoản cao, thị trường có khả năng hấp thụ các cú sốc giao dịch tốt hơn, từ đó làm giảm mức độ biến động giá. Ngược lại, trong điều kiện thanh khoản thấp, các mất cân đối cung – cầu dễ dẫn đến biến động giá mạnh hơn như kết quả của Chordia & cộng sự (2001), Huberman & Halka (2001) và Amihud (2002). Do đó, giả thuyết đầu tiên được đề xuất như sau:

H1: Thanh khoản thị trường có mối quan hệ nghịch chiều với biến động thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thứ hai, như đã thảo luận, thanh khoản là một khái niệm đa chiều, bao gồm nhiều khía cạnh như chênh lệch giá, độ sâu thị trường... Các thước đo thanh khoản khác nhau có thể có khả năng giải thích biến động khác nhau, đặc biệt trong bối cảnh thị trường mới nổi với đặc điểm kém hiệu quả và bất cân xứng thông tin cao (Bekaert & cộng sự, 2007; Gabrielsen & cộng sự, 2012). Từ đó, giả thuyết thứ hai được xây dựng:

H2: Các thước đo thanh khoản khác nhau có khả năng giải thích biến động thị trường chứng khoán khác nhau.

Thứ ba, các nghiên cứu gần đây nhấn mạnh rằng việc sử dụng một thước đo đơn lẻ khó có thể phản ánh đầy đủ bản chất của thanh khoản. Do đó, cách tiếp cận xây dựng chỉ số thanh khoản đa chiều, được kỳ vọng sẽ phản ánh tốt hơn điều kiện thanh khoản tổng thể của thị trường. Nhờ đó, chỉ số này có thể có khả năng giải thích biến động thị trường mạnh hơn so với từng thước đo riêng lẻ. Trên cơ sở đó, giả thuyết thứ ba được đề xuất:

H3: Chỉ số thanh khoản đa chiều có khả năng giải thích biến động thị trường chứng khoán tốt hơn so với các thước đo thanh khoản riêng lẻ.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Dữ liệu gốc được lấy từ Refinitiv Eikon từ 2010 đến 2023, bao gồm các loại giá, khối lượng, vốn hóa và số lượng cổ phiếu lưu hành của các cổ phiếu thuộc VN-Index để tính các thước đo thanh khoản cơ sở ở cấp độ cổ phiếu trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước, cụ thể:

(1) Nhóm Amihud (Amihud, 2002; Goyenko & cộng sự, 2009)

AMIHUD 1 = $\frac{|r_{i,j}|}{vol_{i,j}}$ với $r_{i,j}$ là lợi nhuận trên tài sản i vào ngày j; $vol_{i,j}$ là khối lượng giao dịch theo giá trị của tài sản i vào ngày j.

AMIHUD 2 = (Giá Ask – Giá Bid) / m / Khối lượng giao dịch theo giá trị hàng ngày_i

trong đó: $m = (\text{Giá Ask} + \text{Giá Bid}) / 2$

$$AMIHUD 3 = \frac{\frac{|p_{i,j}-m_{i,j}|}{m_{i,j}}}{\text{Khối lượng giao dịch theo giá trị hàng ngày}_i}$$

với $p_{i,j} = (\text{Giá Ask} - \text{Giá Bid})$; $m_{i,j} = (\text{Giá Ask} + \text{Giá Bid}) / 2$

(2) Nhóm Bid-Ask (Korajczyk & Sadka, 2008; Corwin & Schultz, 2012)

BID-ASK 1 = (Giá Ask – Giá Bid)/m Với $m = m = (\text{Giá Ask} + \text{Giá Bid}) / 2$

BID-ASK 2 = $\frac{|p_{i,j}-m_{i,j}|}{m_{i,j}}$ với $p_{i,j} = (\text{Giá Ask} - \text{Giá Bid})$; $m_{i,j} = (\text{Giá Ask} + \text{Giá Bid}) / 2$

$$BID-ASK 3 = \frac{2(e^\alpha - 1)}{1 + e^\alpha}$$

$$\text{Với } \alpha = \frac{\sqrt{2\beta} - \sqrt{\beta}}{(3-2\sqrt{2})} - \sqrt{\frac{\gamma}{(3-2\sqrt{2})}}$$

$\beta = \left\{ \sum_{j=0}^1 \left[\ln \left(\frac{H_{t+j}^o}{L_{t+j}^o} \right) \right]^2 \right\}$: Tổng bình phương của logarit cơ số hàng ngày (Giá cao/Giá thấp) trong 2 ngày.

$\gamma = \left[\ln \left(\frac{H_{t,t+1}^o}{L_{t,t+1}^o} \right) \right]^2$: logarit bình phương (Giá cao/Giá thấp) nhưng với trường hợp cao/thấp cách nhau 2 ngày.

$H_{t,t+1}$ là mức giá cao nhất trong 2 ngày t và t+1 and $L_{t,t+1}$ là mức giá thấp nhất trong khoảng thời gian từ ngày t đến t+1.

(3) Nhóm Roll (Roll, 1984; Harris, 1990; Goyenko & cộng sự, 2009)

$$ROLL 1 = 200 \sqrt{-cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}$$

$$\Delta P_t = P_t - P_{t-1}; \Delta P_{t-1} = P_{t-1} - P_{t-2} \text{ (P: Giá đóng cửa Bid)}$$

(Hằng số 200 thay vì 2,0 chuyển đổi đơn vị thành phần trăm).

$$ROLL 2 = \frac{200 \sqrt{-cov(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}}{\text{Khối lượng giao dịch theo giá trị hàng ngày}_i}$$

(4) Nhóm Volume (Datar & cộng sự, 1998)

Volume = Turnover = Số lượng cổ phiếu được giao dịch/Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (%)

Sau đó, dùng trọng số là vốn hóa thị trường để tổng hợp thành thước đo cấp độ thị trường. Tiếp đó thước đo cấp độ thị trường được chuẩn hóa bằng hàm phân phối tích lũy để tổng hợp thành 4 chỉ số thanh khoản Amihud, Volume, Bid-Ask, Roll (Bảng 1). Trên cơ sở 4 chỉ số thanh khoản, chỉ số đa chiều (LIQINDEX) được xây dựng bằng phân tích thành phần chính để phản ánh điều kiện thanh khoản chung của thị trường.

Còn biến động thị trường được kế thừa từ Parkinson & cộng sự (1980) như sau:

$$VOLATILITY = \sigma = \sqrt{\frac{1}{4 \ln(2)} \left[\ln \left(\frac{H_t}{L_t} \right) \right]^2}$$

Với H_t : Giá cao; L_t : Giá thấp

3.2. Xử lý dữ liệu

Với mỗi giả thuyết, nghiên cứu gắn với một kỹ thuật phân tích để đảm bảo tính nhất quán giữa lý thuyết và thực nghiệm. Cụ thể, đối với giả thuyết H1 về mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động thị trường, nghiên

cứ sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính OLS với biến phụ thuộc là biến động thị trường (Volatility) và biến độc lập lần lượt là 4 thước đo thanh khoản. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá dấu tác động của từng thước đo, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm ban đầu về mối quan hệ giữa thanh khoản và biến động. Đối với giả thuyết H2, nhằm so sánh khả năng giải thích tương đối của các thước đo thanh khoản, nghiên cứu áp dụng mô hình hồi quy đồng thời (horse-race regression). Phương pháp này cho phép kiểm soát ảnh hưởng

Bảng 1. Thống kê mô tả và kiểm định tính dừng

Chỉ tiêu	VOLATILITY	AMIHUD	BID-ASK	ROLL	VOLUME	LIQINDEX
Giá trị trung bình	0,008	0,455	0,485	0,460	0,462	0,462
Trung vị	0,006	0,355	0,476	0,440	0,379	0,451
Giá trị lớn nhất	0,047	1,000	0,976	0,993	1,000	0,912
Giá trị nhỏ nhất	0,001	0,242	0,061	0,186	0,141	0,244
Độ lệch chuẩn	0,005	0,226	0,159	0,165	0,245	0,105
P.Value	0,000	0,036	0,000	0,000	0,000	0,000

Ghi chú: Chỉ số thanh khoản đa chiều (LIQINDEX).

P.Value của kiểm định tính dừng cho thấy các biến đầu vào đều dừng ở chuỗi gốc đảm bảo điều kiện đầu vào để thực hiện các bước nghiên cứu tiếp theo.

Nguồn: Tác giả tính toán.

lẫn nhau giữa các thước đo, từ đó xác định thước đo nào có vai trò quan trọng hơn trong việc giải thích biến động thị trường. Đối với giả thuyết H3, nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA) để xây dựng chỉ số thanh khoản đa chiều từ các thước đo thanh khoản ban đầu. Chỉ số này sau đó được đưa vào mô hình hồi quy OLS với biến động thị trường để đánh giá khả năng giải thích tổng hợp. Việc so sánh

Bảng 2. Phân tích thành phần chính 4 thước đo thanh khoản

	AMIHUD	BID-ASK	ROLL	VOLUME	MỨC ĐỘ GIẢI THÍCH LŨY KẾ
PC1	0,601	0,279	0,584	-0,467	52,88%
PC2	-0,070	0,838	0,096	0,530	78,62%
PC3	0,247	-0,467	0,510	0,677	91,29%
PC4	-0,756	-0,009	0,622	-0,199	100%

Nguồn: Tác giả tính toán.

hệ số giữa mô hình sử dụng chỉ số tổng hợp và các mô hình sử dụng từng thước đo riêng lẻ sẽ cho phép đánh giá liệu chỉ số thanh khoản đa chiều có vượt trội hơn về mặt giải thích hay không.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Để xây dựng LIQINDEX, kết quả tại Bảng 2 cho thấy, thành phần chính thứ nhất (PC1) có tải số lớn ở ROLL và AMIHUD, phản ánh chiều chi phí và tác động giá, trong khi PC2 chủ yếu gắn với BID-ASK và VOLUME, đại diện cho mức độ hoạt động giao dịch. Các thành phần còn lại kết hợp khác nhau giữa các thước đo, cho thấy không một thước đo đơn lẻ nào có thể phản ánh đầy đủ thực tế thanh khoản.

Về mặt định lượng, PC1 giải thích 52,88% tổng biến thiên và hai thành phần đầu tiên giải thích 78,62%, cung cấp cơ sở cho việc xây dựng chỉ số thanh khoản đa chiều nhằm giảm chiều dữ liệu nhưng vẫn giữ lại

Bảng 3. Ma trận tương quan

Biến	VOLATILITY	AMIHUD	BID-ASK	ROLL	VOLUME	LIQINDEX
VOLATILITY	1,000	-0,009	0,566	0,205	0,183	0,319
AMIHUD	-0,009	1,000	0,235	0,637	-0,496	0,743
BID-ASK	0,566	0,235	1,000	0,303	0,026	0,536
ROLL	0,205	0,637	0,303	1,000	-0,394	0,746
VOLUME	0,183	-0,496	0,026	-0,394	1,000	0,050
LIQINDEX	0,319	0,743	0,536	0,746	0,050	1,000

Nguồn: Tác giả tính toán.

phần lớn thông tin thanh khoản. Sau khi phân tích tính phức tạp của thanh khoản và các thành phần chính của nó, nghiên cứu tính toán trọng số của bốn chỉ số thành phần để kết hợp thành một chỉ số thanh khoản đa chiều như sau:

$$LIQINDEX = 0,31108218 \times AMIHUDD + 0,14436486 \times BID-ASK + 0,30250014 \times ROLL + 0,24205283 \times VOLUME$$

4.2. Tương quan các biến

Ma trận tương quan cho thấy biến động thị trường có mối liên hệ rõ hơn với các yếu tố chi phí giao dịch.

Bảng 4. Kiểm định nhân quả Granger giữa thanh khoản và biến động

Thước đo	Giả thuyết không (H ₀)	F-statistic	p-value
AMIHUDD	AMIHUDD không có mối quan hệ nhân quả với VOLATILITY	0,502	0,681
BID-ASK	BID-ASK không có mối quan hệ nhân quả với VOLATILITY	42,674	0,000
ROLL	ROLL không có mối quan hệ nhân quả với VOLATILITY	2,753	0,041
VOLUME	VOLUME không có mối quan hệ nhân quả với VOLATILITY	2,043	0,105
LIQINDEX	LIQINDEX không có qua hệ nhân quả với VOLATILITY	6,037	0,000

Nguồn: Tác giả tính toán.

Cụ thể, mối tương quan dương tương đối cao giữa VOLATILITY và BID-ASK. Trong khi đó, các thước đo dựa trên khối lượng thể hiện vai trò hạn chế hơn trong việc giải thích biến động. Đối với chỉ số thanh khoản LIQINDEX cho thấy mối liên hệ chặt chẽ với các thước đo phản ánh chi phí giao dịch và tác động giá, trong khi mối liên hệ với yếu tố khối lượng là khá hạn chế. Điều này gợi ý rằng trạng thái thanh khoản của thị trường, khi được tổng hợp từ nhiều khía cạnh, chủ yếu bị chi phối bởi các yếu tố liên quan đến chi phí giao dịch hơn là quy mô giao dịch thuần túy. Điều này củng cố thêm lập luận về tính đa chiều của thanh khoản và sự cần thiết phải sử dụng các thước đo tổng hợp để phản ánh đầy đủ hơn điều kiện thanh khoản của thị trường.

Bảng 5. Kết quả hồi quy cơ sở giữa các thước đo thanh khoản và biến động giá

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê t	R ²
AMIHUDD	0,014***	0,000	66,79	-0,535
BID-ASK	0,016***	0,000	119,01	0,321
ROLL	0,016***	0,000	87,47	-0,085
VOLUME	0,014***	0,000	75,26	-0,327

Ghi chú: *** và ** tương ứng với mức ý nghĩa 1% và 5%.

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp.

4.3. Hồi quy cơ sở cho từng thước đo thanh khoản

Kết quả tại Bảng 4 cho thấy các thước đo thanh khoản không có vai trò như nhau trong việc giải thích biến động thị trường. Cụ thể, BID-ASK thể hiện mối quan hệ nhân quả rõ rệt và mạnh nhất đối với VOLATILITY, trong khi ROLL chỉ có tác động yếu hơn, còn AMIHUDD và VOLUME không cho thấy bằng chứng thống kê đáng kể. Kết quả này phù hợp với bằng chứng tương quan ở Bảng 3. Điều này hàm ý rằng trong bối cảnh thị trường Việt Nam, biến động giá chủ yếu được dẫn dắt bởi sự thay đổi trong chi phí giao dịch và điều kiện thanh khoản tức thời, hơn là bởi quy mô giao dịch. Khi chênh lệch giá mua – bán mở rộng, chi phí thực hiện giao dịch tăng lên, làm giảm khả năng hấp thụ các cú sốc cung – cầu và khiến giá phản ứng mạnh hơn trước các lệnh giao dịch (Chordia & cộng sự, 2001; Huberman & Halka, 2001; Amihud, 2002).

Kết quả tại Bảng 5 cho thấy tất cả các thước đo thanh khoản đều có hệ số tương quan với ý nghĩa thống kê cao, hàm ý rằng thanh khoản suy giảm đi kèm với mức biến động thị trường cao hơn. Điều này củng cố giả thuyết H1 với lập luận rằng khi khả năng hấp thụ lệnh yếu đi, các cú sốc giao dịch dễ chuyển hóa thành biến động giá lớn hơn (Chordia & cộng sự, 2001; Huberman & Halka, 2001; Pástor & Stambaugh, 2003). Trong số đó, BID-ASK có sức mạnh giải thích vượt trội, cho thấy chi phí giao dịch là kênh truyền dẫn chính từ thanh khoản đến biến động tại thị trường Việt Nam (Ahn & cộng sự, 2018; Lesmond & cộng sự, 1999). Sự khác biệt giữa các thước đo cũng hàm ý rằng thanh khoản là một khái niệm đa chiều, và việc sử dụng

một thước đo đơn lẻ là chưa đủ để phản ánh đầy đủ bản chất của nó, qua đó tạo cơ sở cho cách tiếp cận tổng hợp trong các phân tích tiếp theo.

4.4. Hồi quy so sánh (horse-race) giữa các thước đo thanh khoản

Bảng 6. Hồi quy so sánh giữa các thước đo thanh khoản

Biến	Hệ số ước lượng	Thống kê t	Mức ý nghĩa
AMIHUĐ	-0,005	-13,39	***
BID-ASK	0,015	35,51	***
ROLL	0,005	10,31	***
VOLUME	0,001	5,78	***
Thống kê	Giá trị	Sai số chuẩn của hồi quy	0,003
R ²	0,373	Durbin-Watson	1,37
R ² hiệu chỉnh	0,372		

Nguồn: Tác giả tính toán.

Kết quả hồi quy so sánh tại Bảng 6 cho thấy khi đưa đồng thời các thước đo thanh khoản vào mô hình, khả năng giải thích biến động thị trường có sự khác biệt rõ rệt giữa các thước đo. Trong đó, BID-ASK nổi bật với hệ số dương lớn và ý nghĩa thống kê cao, cho thấy chi phí giao dịch là yếu tố phản ánh mạnh nhất điều kiện thanh khoản gắn với biến động giá tại thị trường Việt Nam, kết quả này cũng nhất quán với kết quả hồi quy riêng lẻ ở phần trên. Điều này phù hợp với các nghiên cứu trước về vai trò trung tâm của chi phí giao dịch trong việc truyền dẫn rủi ro thanh khoản sang biến động giá (Chordia & cộng sự, 2001; Amihud, 2002). Ngược lại, các thước đo như ROLL và VOLUME tuy vẫn có ý nghĩa thống kê nhưng mức độ giải thích thấp hơn, cho thấy vai trò hạn chế hơn trong việc phản ánh biến động thị trường.

Bảng 7. Tóm tắt mối tương quan giữa thước đo thanh khoản và biến động thị trường

Thước đo	Cross-correlation tại lag 0	Cross-correlation cực đại ($ \text{lag} \leq 5$)	Thanh khoản → Biến động	Độ bền theo độ trễ
BID-ASK	≈ 0,57	≈ 0,46 (lag 1)	Rõ rệt	Cao
ROLL	≈ 0,21	≈ 0,15 (lag 1)	Có nhưng yếu	Thấp-Trung bình
VOLUME	≈ 0,18	≈ 0,13 (lead 1-2)	Mức vừa	Trung bình
AMIHUĐ	≈ -0,01	$ \rho < 0,03$	Không rõ	Thấp
LIQINDEX	≈ 0,53	≈ 0,53 (lag 1)	Rõ rệt	Cao

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp.

Để tăng tính vững cho việc so sánh thì phân tích tương quan tại Bảng 7 củng cố mạnh mẽ một lần nữa rằng Bid-ask là thước đo thanh khoản phù hợp cho thị trường Việt Nam với hệ số tương quan đồng thời cao nhất, khẳng định đây là chiều phản ánh tốt nhất kênh truyền dẫn sang volatility. Roll và Volume chỉ đạt mức tương quan trung bình và suy giảm nhanh theo độ trễ, cho thấy tác động mang tính ngắn hạn. Ngược lại, Amihud gần như không thể hiện mối liên hệ có ý nghĩa ở cấp độ thị trường.

Tổng hợp các kết quả trên cho thấy các thước đo thanh khoản khác nhau có khả năng giải thích biến động thị trường không đồng nhất, qua đó cung cấp bằng chứng ủng hộ giả thuyết H2. Đồng thời, kết quả cũng nhấn mạnh rằng việc lựa chọn thước đo thanh khoản phù hợp là yếu tố quan trọng trong phân tích thực nghiệm, đặc biệt đối với các thị trường mới nổi nơi các khía cạnh thanh khoản có thể biểu hiện không đồng đều.

4.5. Mối quan hệ giữa thanh khoản đa chiều với biến động thị trường

Việc xây dựng chỉ số thanh khoản đa chiều (LIQINDEX) cho phép tổng hợp thông tin từ nhiều chiều cạnh khác nhau, qua đó phản ánh đầy đủ hơn điều kiện thanh khoản của thị trường. Không chỉ đơn thuần là một chỉ số tổng hợp, LIQINDEX còn giúp giảm thiểu sai lệch đo lường khi các thước đo riêng lẻ có thể chịu ảnh hưởng của những yếu tố đặc thù hoặc nhiễu trong dữ liệu.

Kết quả tại Bảng 4 và Bảng 7 cho thấy thanh khoản, khi được đo lường tổng hợp, không chỉ đóng vai trò dẫn dắt biến động thị trường mà còn có tác động kéo dài theo thời gian. Những thay đổi trong điều kiện giao

dịch thường xuất hiện trước và góp phần hình thành biến động giá, thay vì chỉ phản ứng thụ động. Khi thanh khoản suy giảm, khả năng hấp thụ giao dịch yếu đi, khiến các cú sốc dễ lan rộng và duy trì ảnh hưởng, qua đó làm gia tăng biến động. Đây là những bằng chứng thực nghiệm sơ khởi để nghiên cứu tiếp tục thực hiện hồi quy giữa chỉ số thanh khoản đa chiều này với sự biến động của thị trường.

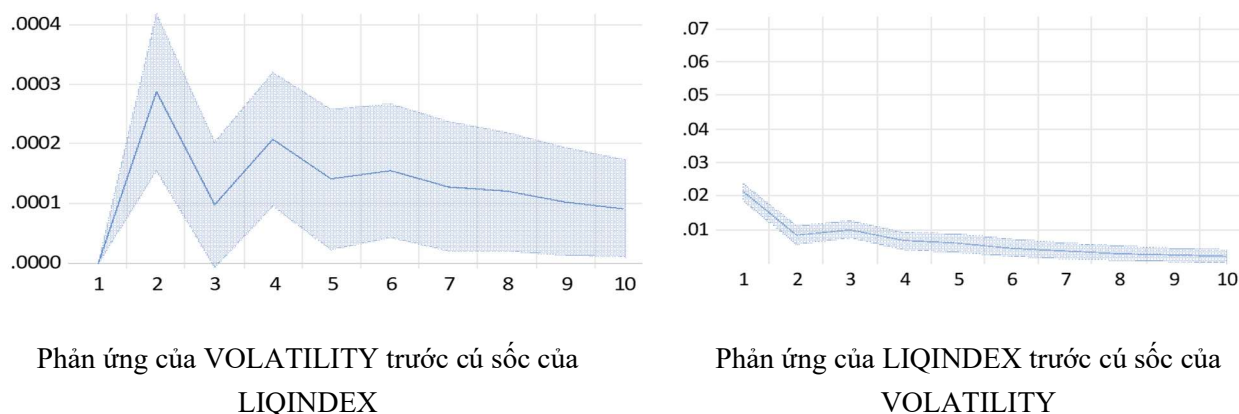
Bảng 8. Kết quả hồi quy giữa LIQINDEX và VOLATILITY

Biến	Hệ số ước lượng	Sai số chuẩn	Thống kê t	P.value
LIQINDEX	0,017	0,000	99,463	0,000
R ²	0,099	Giá trị trung bình của biến phụ thuộc	0,008	
R ² hiệu chỉnh	0,099	Độ lệch chuẩn của biến phụ thuộc	0,005	
Sai số chuẩn của hồi quy	0,004	Tiêu chí thông tin Akaike	-7,857	
Tổng bình phương phần dư	0,073	Tiêu chí Schwarz	-7,855	
Giá trị log hợp lý	12765,3	Tiêu chí Hannan–Quinn	-7,856	
Thống kê Durbin–Watson	0,983			

Nguồn: Tác giả tính toán.

Kết quả Bảng 8 cho thấy mối liên hệ giữa LIQINDEX và biến động mang tính ổn định và kéo dài theo thời gian, đồng thời phản ứng xung (Hình 1) cho thấy các cú sốc thanh khoản có thể lan tỏa và ảnh hưởng đến biến động trong ngắn hạn. Điều này chứng tỏ khi trạng thái thanh khoản xấu đi, biến động thị trường có xu hướng gia tăng, phù hợp với lý thuyết về quan hệ đánh đổi giữa thanh khoản và ổn định thị trường trong thị trường mới nổi (Chordia & cộng sự, 2001; Huberman & Halka, 2001; Pastor & Stambaugh, 2003). Những bằng chứng này củng cố lập luận rằng thanh khoản nên được xem như một trạng thái tổng thể của thị trường, thay vì một chỉ báo đơn lẻ tại từng thời điểm.

Hình 1. Hàm phản ứng xung



Nguồn: Tác giả tính toán.

Ngoài ra, quan hệ giữa LIQINDEX và VOLATILITY là ổn định vì khi thực hiện kiểm tra tính ổn định của mô hình thì tất cả nghiệm đều nằm trong vòng tròn đơn vị.

Tổng hợp kết quả trên cho thấy chỉ số thanh khoản đa chiều không chỉ cải thiện việc đo lường thanh khoản mà còn nâng cao khả năng giải thích biến động thị trường. Điều này cung cấp bằng chứng ủng hộ giả thuyết H3, cho thấy cách tiếp cận đa chiều là cần thiết để phản ánh đầy đủ vai trò của thanh khoản trong việc hình thành biến động tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

5. Kết luận

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy thanh khoản thị trường chứng khoán Việt Nam mang tính đa chiều rõ rệt, và không một thước đo đơn lẻ nào có thể phản ánh đầy đủ trạng thái thanh khoản tổng thể. Trong số các thước đo được xem xét, chênh lệch giá mua – bán (Bid–Ask) thể hiện khả năng gắn kết chặt chẽ nhất với biến động thị trường, cho thấy vai trò trung tâm của chi phí giao dịch trong cơ chế

truyền dẫn rủi ro. Tuy nhiên, các thước đo khác như Amihud, Roll và Volume vẫn cung cấp những thông tin bổ sung quan trọng về các khía cạnh khác nhau của thanh khoản, dù mức độ nhạy cảm với biến động không đồng đều. Trên cơ sở đó, nghiên cứu cho thấy việc xây dựng chỉ số thanh khoản đa chiều giúp tổng hợp thông tin từ nhiều chiều cạnh, qua đó phản ánh tốt hơn điều kiện thanh khoản thực tế của thị trường. Kết quả thực nghiệm nhất quán từ kiểm định nhân quả, hồi quy và phân tích động đều chỉ ra rằng thanh khoản, khi được đo lường theo cách tiếp cận đa chiều, có vai trò dẫn dắt và giải thích biến động thị trường một cách rõ ràng hơn.

Tài liệu tham khảo

- Ahn, H., Cai, J. & Yang, C. (2018). Which Liquidity Proxy Measures Liquidity Best in Emerging Markets ?. *Economies*, 6(4), 67. <https://doi.org/10.3390/economies6040067>
- Ajjina, A., Lakhal, F. & Sougné, D. (2015). Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in France. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 44-59. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2013-0086>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (2015). The pricing of illiquidity as a characteristic and as risk. *Multinational Finance Journal*, 19(3), 149-168.
- Bali, T.G., Peng, L., Shen, Y. & Tang, Y. (2014). Liquidity shocks and stock market reactions. *The Review of Financial Studies*, 27(5), 1434-1485.
- Bataineh, M.A. & Alrabadi, D.W.H. (2017). The Effect of Liquidity Risk on Stock Returns: The Case of Amman Stock Exchange during (2004-2013). *Arab Journal of Management*, 266.
- Bekaert, G., Harvey, C.R. & Lundblad, C. (2007). Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets. *The Review of Financial Studies*, 20(6), 1783-1831.
- Black, F. (1971). Toward a fully automated stock exchange. *Financial Analysts Journal*, 27, <https://doi.org/10.2469/faj.v27.n4.28>.
- Brockman, P., Chung, D.Y. & Pérignon, C. (2009). Commonality in liquidity: A global perspective. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(4), 851-882.
- Brooks, C. (1998). Predicting stock index volatility: Can market volume help?. *Journal of Forecasting*, 17(1), 59-80.
- Brunnermeier, M.K. & Pedersen, L.H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.
- Chakravarty, S. & Holden, C.W. (1995). An integrated model of market and limit orders. *Journal of Financial Intermediation*, 4(3), 213-241.
- Chordia, T., Roll, R. & Subrahmanyam, A. (2001). Market liquidity and trading activity. *The Journal of Finance*, 56(2), 501-530.
- Chung, K.H. & Chuwongnant, C. (2018). Market volatility and stock returns: The role of liquidity providers. *Journal of Financial Markets*, 37, 17-34.
- Chung, K.H. & Zhang, H. (2014). A simple approximation of intraday spreads using daily data. *Journal of Financial Markets*, 17, 94-120.
- Cohen, K.J., Maier, S.F., Ness, W.L., Okuda, H., Schwartz, R.A. & Whitcomb, D.K. (1977). The impact of designated market makers on security prices. *Journal of Banking & Finance*, 1(3), 219-247. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(77\)90021-8](https://doi.org/10.1016/0378-4266(77)90021-8)
- Corwin, S.A. & Schultz, P. (2012). A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily High and Low Prices. *Journal of Finance*, 67(2), 719-760. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01729.x>
- Datar, V.T.Y., Naik, N. & Radcliffe, R. (1998). Liquidity and stock returns: An alternative test. *Journal of Financial Markets*, 1(2), 203-219. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(97)00004-9)

-
- Domowitz, I., Glen, J. & Madhavan, A. (2001). Liquidity, volatility and equity trading costs across countries and over time. *International Finance*, 4(2), 221-255.
- Đỗ Đoàn Trang, Nguyễn Việt Hằng & Võ Hoàng Oanh (2024). Thanh khoản và tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán: Nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, 2, 38-41.
- Gabrielsen, A., Marzo, M. & Zagaglia, P. (2012). Measuring Market Liquidity: An Introductory Survey. *SSRN Electronic Journal*, 1-37. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1976149>
- Garabedian, G. & Inghelbrecht, K. (2020). The Multiple Dimensions of Liquidity. *Research Technical Paper*, 11.
- Goyenko, R.Y., Holden, C.W. & Trzcinka, C.A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 153-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.06.002>
- Harris, L.E. (1990). *Liquidity, trading rules and electronic trading systems* (Working paper). University of Southern California, School of Business Administration.
- Hautsch, N. & Jeleskovic, V. (2008). High-frequency volatility and liquidity. In Härdle, W.K., Hautsch, N. & Overbeck, L. (Eds.), *Applied quantitative finance* (379-397). Springer.
- Hicks, J.R. (1962). Liquidity. *The Economic Journal*, 72(288), 787. <https://doi.org/10.2307/2228351>
- Hirshleifer, J. (1978). The private and social value of information and the reward to inventive activity. In Diamond, P. & Rothschild, M. (Eds.), *Uncertainty in Economics* (541-556). Elsevier.
- Huberman, G. & Halka, D. (2001). Systematic liquidity. *Journal of Financial Research*, 24(2), 161-178. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2001.tb00763.x>
- Keynes, J.M. (1931). A Treatise on Money. *Journal of the Royal Statistical Society*, 94(4), 618. <https://doi.org/10.2307/2341941>
- Korajczyk, R.A. & Sadka, R. (2008). Pricing the commonality across alternative measures of liquidity. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 45-72.
- Kyle, A.S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *The Econometric Society*, 53(6), 1315-1335. <http://www.jstor.org/stable/1913210>
- Lesmond, D.A., Ogden, J.P. & Trzcinka, C.A. (1999). A new estimate of transaction costs. *Review of Financial Studies*, 12(5), 1113-1141. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.5.1113>
- Luong, T.A., Nguyen, T.H., Nguyen, T.T., Dau, T.V., Le Ha, V. & Le Thi, P.U. (2022). The impact of market liquidity on stock returns: Empirical evidence from the Vietnamese stock market. *VNU Journal of Economics and Business*, 2(5), 93-102.
- Muzaffar, Z. & Malik, I.R. (2024). Market liquidity and volatility: Does economic policy uncertainty matter? Evidence from Asian emerging economies. *Plos One*, 19(6), e0301597.
- Olbrys, J. & Mursztyn, M. (2017). Dimensions of Market Liquidity: The Case of the Polish Stock Market. In Tsounis, N. & Vlachvei, A. (Ed.), *Advances in Applied Economic Research* (151-166). Springer International Publishing.
- Parkinson, M., Chuliá, H., Koser, C. & Uribe, J.M. (1980). The extreme value method for estimating the variance of the rate of return. *Journal of Business*, 69, 61-65. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101466>
- Pástor, L. & Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/374184>
- Roll, R. (1984). A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market. *The Journal of Finance*, 39(4), 1127-1139.
- Shen, P. & Starr, R.M. (2002). Market-makers' supply and pricing of financial market liquidity. *Economics Letters*, 76(1), 53-58. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(02\)00029-0](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(02)00029-0)
- Thanh, C.N. & Thanh, H.P. (2024). The Impact of Market Liquidity on The Stock Returns During the COVID-19 Outbreak: New Evidence from Vietnam. *Advances in Decision Sciences*, 28(1), 75-95.
- Trang, C. & Trung, N. (2026). The diversification of multidimensional liquidity across stock markets. *Asian Journal of Economics and Banking*, 10(1). <https://doi.org/10.1108/AJEB-09-2025-0113>.
-