



## SÀN VÀNG VIỆT NAM: MUỐN MINH BẠCH VÀ AN TOÀN, PHẢI BẮT ĐẦU TỪ SPOT VẬT CHẤT VÀ BÙ TRỪ TẬP TRUNG

• **ĐỖ PHƯƠNG HUYỀN\***

**B**ài viết phân tích yêu cầu xây dựng sàn vàng Việt Nam như một bước chuyển từ tư duy quản lý tình thế sang tư duy tổ chức thị trường trên nền tảng chuẩn hóa hạ tầng, dữ liệu minh bạch và kỷ luật giao dịch. Trên cơ sở đánh giá những bất cập của thị trường vàng hiện nay, đặc biệt là tình trạng chênh lệch giá kéo dài, phân mảnh giá tham chiếu, rủi ro đối tác và thiếu chuẩn hóa hậu giao dịch, bài viết cho rằng mô hình phù hợp trong giai đoạn đầu là sàn giao dịch spot vật chất fully-backed (giao dịch vàng vật chất giao ngay được bảo đảm 100% bằng tài sản vật chất thực tế đang tồn tại) gắn với cơ chế bù trừ tập trung. Trên cơ sở đó, bài viết đề xuất định hướng xây dựng sàn vàng theo lộ trình thận trọng, lấy kỷ luật thị trường, an toàn hệ thống và năng lực giám sát làm điều kiện tiên quyết.

**Từ khóa:** Sàn giao dịch vàng; spot vật chất; bù trừ tập trung; lưu ký vàng; kiểm định vàng; minh bạch dữ liệu; kiểm soát dòng tiền; quản trị rủi ro; kỷ luật thị trường.

**Vietnam's gold exchange: Achieving transparency and safety must initiate from physical spot trading and centralized clearing**

This paper examines the rationale for establishing a gold exchange in Vietnam as a transition from an ad hoc regulatory approach to a market-organizing framework based on standardized infrastructure, data transparency, and trading discipline. Drawing on an assessment of current shortcomings in the gold market - particularly persistent price differentials, fragmented reference pricing, counterparty risks, and the lack of standardized post-trade processes- the paper argues that, in the initial phase, a fully backed physical spot

\*Trường Quốc tế, Đại học Quốc gia Hà Nội; Email: Dphuyen@vnu.edu.vn

exchange (i.e., spot trading of physical gold fully supported by existing underlying assets) combined with a centralized clearing mechanism represents the most appropriate model. Accordingly, the paper proposes a cautious and phased roadmap for developing a gold exchange, in which market discipline, systemic safety, and supervisory capacity are treated as fundamental prerequisites.

**Keywords: Gold exchange; physical spot trading; centralized clearing; gold custody; gold assaying; data transparency; cash flow control; risk management; market discipline.**

JEL classification: G18, G13, E44

<https://doi.org/10.65771/ati-jas.03202609>

Chủ trương sớm đưa sàn giao dịch vàng vào vận hành cho thấy tư duy điều hành đang chuyển từ xử lý tình huống sang tổ chức lại thị trường bằng hạ tầng hiện đại, dữ liệu minh bạch và kỷ luật giao dịch rõ ràng. Nhưng giá trị của sàn vàng không nằm ở sự sôi động bề mặt, mà ở khả năng chuẩn hóa hàng hóa, giảm rủi ro đối tác, kiểm soát dòng tiền và hình thành giá minh bạch hơn. Vì vậy, điểm khởi đầu hợp lý nhất không phải là sản phẩm phức tạp, mà là mô hình giao ngay gắn với vàng vật chất thực, lưu ký chuẩn hóa và bù trừ tập trung.

### **Sàn vàng không chỉ là nơi giao dịch, mà là bài toán tổ chức lại thị trường**

Điều cần nhấn mạnh trước hết là sàn vàng không nên được hiểu đơn giản như mở thêm một địa điểm mua bán. Bản chất sâu hơn của nó là thiết lập một trật tự thị trường mới, trong đó giá cả không bị dẫn dắt quá mạnh bởi tâm lý và kỳ vọng đầu cơ, mà được hình thành trên cơ sở hàng hóa chuẩn hóa, giao dịch minh bạch và hậu giao dịch an toàn. Khi đó sàn vàng là một “hạ tầng niềm tin”, dựa trên ba tầng cốt lõi: Tin vào hàng, tin vào hệ thống và tin vào dữ liệu.

Thực tế cho thấy, khi thị trường thiếu hạ tầng đủ chuẩn, giá vàng trong nước có thể bị kéo lệch đáng kể so với thế giới. Điều đó phản ánh một vấn đề cấu trúc, chứ không chỉ là biến động ngắn hạn của cung cầu. Khi thiếu chuẩn hóa hàng hóa, thiếu cơ chế giảm rủi ro đối tác, thiếu minh bạch dữ liệu và thiếu công cụ giám sát hành vi bất thường, giá thị trường sẽ phải “gánh” thêm chi phí nghi ngại, chi phí phòng ngừa và cả chi phí méo mó do đầu cơ. Vì vậy, câu chuyện sàn vàng xét đến cùng là câu chuyện nâng cấp hạ tầng tài chính của thị trường vàng.

Nói cách khác, muốn thu hẹp chênh lệch giá, muốn thị trường vận hành công khai hơn và muốn Nhà nước có thêm công cụ điều tiết theo hướng hiện đại, thì điều cần làm không phải chỉ là tăng giao dịch, mà là thiết kế một cấu trúc thị trường đủ sức tạo lập niềm tin.

### **Mô hình phù hợp nhất là spot vật chất fully-backed gắn với bù trừ tập trung**

Ở giai đoạn khởi động, mô hình hợp lý nhất nên là spot vật chất fully-backed gắn với bù trừ tập trung. Tức là, mỗi giao dịch phải được bảo đảm bằng tiền thật hoặc vàng thật; vàng đưa vào giao dịch phải được chuẩn hóa, kiểm định và lưu ký rõ ràng; còn nghĩa vụ sau giao dịch phải đi qua một cơ chế bù trừ đủ mạnh để hạn chế rủi ro dây chuyền. Đây là cách đi thận trọng, nhưng đúng với yêu cầu xây nền cho một thị trường bền vững, xác định rất rõ đây là thiết kế tối ưu ở giai đoạn đầu, vì vừa tạo thanh khoản, vừa “khóa” được rủi ro từ sớm.

Ưu điểm đầu tiên của mô hình này là tạo ra kỷ luật tài sản bảo đảm. Nếu cho phép đòn bẩy quá sớm khi năng lực giám sát và hệ thống quản trị rủi ro chưa hoàn thiện, sàn vàng rất dễ bị biến thành nơi khuếch đại đầu cơ, làm giá tăng nóng rồi giảm sốc. Ngược lại, nguyên tắc fully-backed buộc thị trường vận hành trên nền nghĩa vụ thật, dòng tiền thật và tài sản thật. Đó là lớp bảo vệ đầu tiên đối với an toàn hệ thống.

Ưu điểm thứ hai là bù trừ tập trung giúp tách rủi ro đối tác ra khỏi quan hệ trực tiếp giữa bên mua và bên bán. Một sàn giao dịch chuẩn không chỉ dừng ở khớp lệnh, mà phải có hạ tầng hậu giao dịch đủ mạnh, bao gồm các chức năng bù trừ, thanh toán, lưu ký và kiểm định chất lượng tài sản. Khi giao dịch đi qua cơ chế bù trừ tập trung, nguy cơ một thành viên mất khả năng thực hiện nghĩa vụ sẽ không dễ lan thành hiệu ứng dây chuyền. Với thị trường vàng, đây là điều kiện đặc biệt quan trọng để bảo vệ niềm tin.

Ưu điểm thứ ba là mô hình này buộc thị trường phải đi cùng chuẩn hóa hàng hóa, nhấn mạnh yêu cầu đối chiếu ba lớp chứng từ gồm chứng thư kiểm định, biên nhận hoặc ký gửi kho và chứng chỉ lưu ký điện tử. Điều này cho thấy niềm tin vào vàng giao dịch không thể chỉ dựa vào cảm tính hay cam



**“Sàn vàng không nên được hiểu như một nơi mua bán, mà là hạ tầng niềm tin: tin vào hàng, tin vào hệ thống và tin vào dữ liệu.”**

**Sàn vàng Việt Nam chỉ thật sự có ý nghĩa khi nó không làm thị trường nóng hơn, mà làm thị trường minh bạch hơn, kỷ luật hơn và an toàn hơn. Thước đo thành công không phải là bao nhiêu tài khoản được mở hay khối lượng giao dịch tăng nhanh đến đâu, mà là mỗi giao dịch có được bảo đảm bằng tiền hoặc vàng thực hay không, dữ liệu có đủ để đối soát và giám sát hay không, rủi ro đối tác có được chặn từ sớm hay không, và giá cả có dần phản ánh tín hiệu cung cầu minh bạch hơn hay không. Muốn đi đường dài, sàn vàng Việt Nam phải được khởi động như một công trình hạ tầng tài chính nghiêm túc bắt đầu từ spot vật chất fully-backed, lưu ký - kiểm định chuẩn hóa, bù trừ tập trung và kiểm soát dòng tiền chặt chẽ. Đó không chỉ là lựa chọn kỹ thuật đúng, mà còn là lựa chọn thể chế đúng.**

kết miệng, mà phải được bảo đảm bằng hồ sơ, đối soát và khả năng truy xuất. Một thị trường vàng chỉ có thể hình thành giá minh bạch khi bản thân hàng hóa đã được chuẩn hóa minh bạch.

Vì vậy, nếu đặt mục tiêu xây dựng sàn vàng để thị trường minh bạch hơn, chứ không phải nóng hơn, thì đi từ spot vật chất và bù trừ tập trung là lựa chọn hợp lý nhất.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chính phủ (2012), *Nghị định số 24/2012/NĐ-CP ngày 03/4/2012 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng*;
2. Chính phủ (2025), *Nghị định số 232/2025/NĐ-CP ngày 26/8/2025 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 24/2012/NĐ-CP ngày 03/4/2012 của Chính phủ về quản lý hoạt động kinh doanh vàng*;
3. Quốc hội (2022), *Luật Phòng, chống rửa tiền số 14/2022/QH15 ngày 15/11/2022*. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2012);
4. *Principles for Financial Market Infrastructures*, Bank for International Settlements, Basel;
5. CPSS-IOSCO (2012), *Disclosure Framework and Assessment Methodology*, Bank for International Settlements, Basel.

### Cốt lõi của sàn vàng là minh bạch dữ liệu, kiểm soát dòng tiền và kỷ luật vận hành

Một sàn vàng hiện đại không thể chỉ có bảng giá điện tử và phần mềm giao dịch. Nền móng thực sự của nó là khả năng minh bạch hóa dữ liệu, lưu vết giao dịch và giám sát rủi ro theo thời gian phù hợp. Các chỉ báo cần theo dõi như hủy, sửa lệnh bất thường, giao dịch chéo, vòng quay tài khoản, cũng như yêu cầu báo cáo cho cơ quan quản lý. Những yếu tố này cho thấy chất lượng thị trường phải được đo bằng độ sâu của kiểm soát, không phải bằng bề nổi thanh khoản.

Cùng với đó là yêu cầu kiểm soát dòng tiền. Theo quy định hiện hành đặt ra yêu cầu các giao dịch mua, bán vàng từ ngưỡng 20 triệu đồng trong ngày trở lên phải thực hiện qua tài khoản thanh toán tại ngân hàng. Ý nghĩa của quy định này không chỉ nằm ở khía cạnh kỹ thuật thanh toán không dùng tiền mặt, mà sâu hơn là tạo điều kiện để giao dịch được lưu vết, đối soát và giám sát tốt hơn. Một thị trường vàng muốn phát triển lành mạnh thì không thể vận hành trên nền dòng tiền mờ và dữ liệu đứt gãy.

Bên cạnh đó, giới hạn vị thế, ký quỹ theo rủi ro, cơ chế xử lý thành viên vi phạm và ngắt mạch thị trường cũng là những cấu phần không thể thiếu. Đây chính là phần “kỷ luật vận hành” quyết định một sàn vàng là công cụ tổ chức lại thị trường hay chỉ là một không gian đầu cơ mới. Nếu thiếu các lớp kiểm soát này, thị trường càng sôi động thì rủi ro càng dễ tích tụ. Nếu có đủ các lớp kiểm soát đó, sàn vàng mới thực sự trở thành công cụ hỗ trợ ổn định vĩ mô và nâng chuẩn hạ tầng tài chính. □

Ngày nhận bài: 02/02/2026  
 Ngày chỉnh sửa: 03/02/2026  
 Ngày duyệt đăng: 14/03/2026