



FICR

RESEARCH PAPER SERIES

THÚC ĐẨY VIỆC THÀNH LẬP SÂN GIAO DỊCH VANG

*Kinh nghiệm quốc tế
và khuyến nghị cho Việt Nam*

FICR Research Paper Series No.5/2025

Nguyễn Thị Hoa Hồng
Trương Quang Đạt

Tóm tắt

Báo cáo này tập trung phân tích việc thúc đẩy thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam trong bối cảnh thị trường vàng trong nước còn tồn tại nhiều hạn chế về cơ chế hình thành giá, mức độ minh bạch và khả năng liên thông với thị trường quốc tế. Trên cơ sở hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về vàng và sàn giao dịch vàng, báo cáo đánh giá thực trạng thị trường vàng Việt Nam, làm rõ các động cơ kinh tế và chính sách cho việc hình thành sàn giao dịch vàng, đồng thời phân tích các cơ hội và thách thức trong quá trình triển khai.

Từ khóa: Kinh nghiệm quốc tế, sàn giao dịch vàng, vàng, Việt Nam

Abstract

This report examines the promotion of a gold exchange in Vietnam in the context of persistent structural limitations in the domestic gold market, including price distortions, limited transparency, and weak linkage with international markets. Building on theoretical perspectives on gold and gold exchanges, the study analyzes the current state of Vietnam's gold market and identifies key economic and policy motivations for establishing a centralized gold exchange, along with the associated opportunities and challenges.

Keywords: International experience, gold exchange, gold, Vietnam

Báo cáo cũng tổng hợp kinh nghiệm quốc tế từ một số mô hình tiêu biểu như Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, Singapore và Dubai, qua đó rút ra các bài học phù hợp với điều kiện thể chế và mục tiêu phát triển của Việt Nam. Trên cơ sở đó, báo cáo đề xuất các khuyến nghị chính sách nhằm xây dựng sàn giao dịch vàng theo hướng thận trọng, có lộ trình, góp phần nâng cao tính minh bạch của thị trường, hỗ trợ điều hành kinh tế vĩ mô và phát triển thị trường vàng ổn định, hiệu quả trong dài hạn.

The report further reviews international experience from selected models such as China, Turkey, India, Singapore, and Dubai, drawing relevant lessons for Vietnam's institutional setting. Based on these analyses, the study proposes policy recommendations aimed at developing a gold exchange through a cautious and phased approach, with the objectives of improving market transparency, supporting macroeconomic management, and fostering a stable and efficient gold market in the long term.

Các tác giả



Nguyễn Thị Hoa Hồng

PGS. TS, giảng viên chính Bộ môn Quản trị tài chính - Phân tích thống kê, Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Ngoại thương. Với nhiều năm giảng dạy và nghiên cứu trong lĩnh vực quản trị doanh nghiệp, cô đã công bố nhiều bài báo khoa học trong và ngoài nước, đồng thời tập trung nghiên cứu về quản trị công ty, hiệu quả hoạt động và quản trị quan hệ nhà đầu tư trong doanh nghiệp Việt Nam



Trương Quang Đạt

Ông Trương Quang Đạt tốt nghiệp bậc cử nhân với bằng Tài chính doanh nghiệp (HUBT) và tốt nghiệp Thạc sĩ Luật quốc tế (Học viện Ngoại giao). Ông đồng thời sở hữu Chứng chỉ hành nghề Quản lý Quỹ đầu tư và Chứng chỉ Quản trị Công ty do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp. Bên cạnh lĩnh vực quản trị và điều hành tại Tập đoàn Bảo Tín, ông là Nghiên cứu viên liên kết tại Viện nghiên cứu sáng tạo FICR - FTU và là thành viên Hội thành viên độc lập Hội đồng quản trị doanh nghiệp Việt Nam (VNIDA) với lĩnh vực nghiên cứu chính về Luật quốc tế, Tài chính, Quản trị doanh nghiệp và ESG.

Trích dẫn – Citation:

Nguyễn Thị Hoa Hồng, Trương Quang Đạt (2025), "Thúc đẩy việc thành lập sàn giao dịch vàng: Kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam", FICR Research Paper Series, no. 5.

Công trình nghiên cứu này được thực hiện trên cơ sở sự tài trợ của Trường Đại học Ngoại thương trong khuôn khổ hoạt động FICR Research Paper Series của Viện Nghiên cứu sáng tạo nhằm thúc đẩy các nghiên cứu liên ngành, xuyên ngành về sáng tạo và phát triển bền vững. Công trình nghiên cứu thể hiện quan điểm của các tác giả, không thể hiện quan điểm của Trường Đại học Ngoại thương hay bất kỳ bên nào khác. Bản quyền thuộc Trường Đại học Ngoại thương.

© Trường Đại học Ngoại thương.

MỤC LỤC

Tóm tắt.....	1
Các tác giả.....	2
1. Đặt vấn đề.....	7
2. Tổng quan lý thuyết về vàng và sàn giao dịch vàng	8
2.1. Bản chất và hệ thống phân loại vàng trong kinh tế học hiện đại	8
2.1.1. Phân loại theo động cơ nắm giữ và cấu trúc cầu thị trường.....	9
2.1.2. Phân loại theo tiêu chuẩn kỹ thuật và tính chuẩn hoá giao dịch.....	11
2.2. Các học thuyết kinh tế về thị trường vàng	12
2.2.1. Lý thuyết cung – cầu và cấu trúc thị trường hàng hóa.....	12
2.2.2. Lý thuyết trú ẩn an toàn và phòng ngừa rủi ro.....	14
2.2.3. Lý thuyết bất cân xứng thông tin và chuẩn hóa chất lượng.....	15
2.3. Lý thuyết về sàn giao dịch vàng và hạ tầng thị trường tài chính.....	16
2.3.1. Bản chất của hạ tầng thị trường tài chính theo khung PFMI	16
2.3.2. Đối tác bù trừ trung tâm và quản trị rủi ro	17
2.3.3. Cơ chế lưu ký, giao nhận và nguyên tắc chuyển giao đối ứng thanh toán (Delivery versus Payment - DvP)	18
2.4. Các điều kiện và cơ chế vận hành sàn giao dịch vàng tiêu chuẩn	19
2.4.1. Khung pháp lý và giám sát thị trường	19
2.4.2. Tính thanh khoản và nhà tạo lập thị trường	20
2.4.3. Hạ tầng công nghệ, an ninh và khả năng thích ứng vận hành.....	20
3. Thực trạng hoạt động giao dịch vàng tại Việt Nam.....	21
3.1. Sự suy giảm của hiện tượng “vàng hóa” nền kinh tế sau Nghị định 24/2012/NĐ-CP	21
3.2. Hiện tượng chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới ...	22
4. Động cơ thúc đẩy thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam	23
4.1. Đa dạng hóa nguồn cung và ổn định cơ chế hình thành giá vàng.....	24

4.2. Thu hẹp chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế, hạn chế động cơ buôn lậu.....	25
4.3. Khuyến khích phát triển thị trường vàng trang sức trong nước và chuyển hóa vàng tích trữ thành sản phẩm có giá trị gia tăng	25
4.4. Phát triển các kênh đầu tư dựa trên vàng và huy động nguồn lực vàng trong dân cư	27
4.5. Góp phần ổn định kinh tế vĩ mô và củng cố niềm tin vào đồng tiền Việt Nam.....	28
4.6. Tăng cường tính minh bạch, khả năng quản lý và cơ sở dữ liệu cho điều hành chính sách	29
5. Cơ hội và thách thức khi thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam	30
5.1. Cơ hội cho sàn giao dịch vàng tại Việt Nam.....	31
5.1.1. Bối cảnh thị trường vàng thế giới ủng hộ việc hình thành sàn giao dịch vàng	31
5.1.2. Chủ trương và chính sách trong nước tạo dư địa thuận lợi cho sàn giao dịch vàng.....	32
5.1.3. Tiềm năng phát triển của ngành vàng trang sức Việt Nam như nền tảng hỗ trợ cho sự hình thành sàn giao dịch vàng.....	33
5.2. Thách thức cho sàn giao dịch vàng tại Việt Nam.....	34
5.2.1. Yêu cầu về nền tảng pháp lý vững chắc và cấu trúc vận hành thị trường phù hợp với sứ mệnh của sàn giao dịch vàng	34
5.2.2. Mức độ liên kết còn hạn chế giữa thị trường vàng Việt Nam và thị trường vàng quốc tế	35
5.2.3. Yêu cầu cao về hạ tầng công nghệ và cơ chế giám sát thị trường.....	36
6. Kinh nghiệm quốc tế về vận hành các sàn giao dịch vàng	38
6.1. Sàn giao dịch vàng vật chất đóng vai trò là cánh cổng bảo vệ thị trường vàng – thị trường tiền tệ trong nước	38
6.2. Khả năng quản lý tập trung về dữ liệu về vàng tại thị trường sơ cấp và thứ cấp	40

6.3. Khả năng thu hút nhà đầu tư quốc tế cho mục tiêu trở thành trung tâm tài chính quốc tế	41
7. Khuyến nghị nhằm thúc đẩy việc thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam	42
7.1. Hoàn thiện khung pháp lý theo hướng hỗ trợ thiết kế sàn giao dịch vàng tập trung	42
7.2. Lựa chọn mô hình sàn giao dịch vàng phù hợp với điều kiện và mục tiêu của Việt Nam.....	43
7.3. Phát triển hạ tầng công nghệ và cơ chế giám sát đồng bộ cho sàn giao dịch vàng	43
7.4. Gắn kết sàn giao dịch vàng với mục tiêu phát triển ngành vàng trang sức và chế tác trong nước	44
7.5. Tăng cường minh bạch hóa thị trường và sử dụng dữ liệu từ sàn cho điều hành chính sách	44
7.6. Xác định rõ những thành phần kinh tế, loại nhà đầu tư được tham gia giao dịch trên sàn giao dịch vàng trong giai đoạn đầu	44
Kết luận	46
Danh mục tài liệu tham khảo	47

1. Đặt vấn đề

Vàng từ lâu giữ vị trí đặc biệt trong nền kinh tế Việt Nam, vừa là hàng hóa có giá trị cao, vừa được xem như một dạng tài sản dự trữ và công cụ bảo toàn giá trị trong bối cảnh bất định kinh tế – tài chính. Khác với nhiều loại hàng hóa khác, vàng không chỉ gắn với hoạt động sản xuất – tiêu dùng mà còn có mối liên hệ chặt chẽ với hệ thống tiền tệ, thị trường tài chính và tâm lý kỳ vọng của người dân. Do đó, mọi biến động của thị trường vàng đều có khả năng lan tỏa sang các lĩnh vực vĩ mô quan trọng như tỷ giá, lãi suất, lạm phát và niềm tin vào đồng nội tệ.

Trong giai đoạn từ sau năm 2012, Việt Nam đã áp dụng mô hình quản lý tập trung đối với hoạt động kinh doanh vàng thông qua Nghị định 24/2012/NĐ-CP, với mục tiêu trọng tâm là hạn chế tình trạng “vàng hóa” nền kinh tế, ổn định thị trường tiền tệ và tăng cường hiệu lực điều hành của Nhà nước. Mô hình này đã phát huy những tác động tích cực nhất định, đặc biệt trong việc thu hẹp vai trò của vàng như một phương tiện thanh toán thay thế và củng cố vị thế của đồng Việt Nam trong lưu thông. Tuy nhiên, sau hơn một thập kỷ thực hiện, các hạn chế mang tính cấu trúc của thị trường vàng cũng ngày càng bộc lộ rõ nét, nổi bật là tình trạng nguồn cung bị bó hẹp, chênh lệch kéo dài giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới, sự phát triển mạnh của các giao dịch phi chính thức, cũng như khó khăn trong việc huy động nguồn lực vàng đang tồn trữ trong dân cư vào nền kinh tế.

Bên cạnh những vấn đề nội tại, bối cảnh quốc tế từ sau năm 2023 với nhiều biến động địa chính trị, lạm phát toàn cầu gia tăng và xu hướng các ngân hàng trung ương quay trở lại tích lũy vàng đã khiến vai trò của vàng trong hệ thống tài chính quốc tế trở nên nổi bật hơn. Giá vàng thế giới liên tục thiết lập các mặt bằng mới không chỉ phản ánh yếu tố cung – cầu vật chất, mà còn cho thấy chức năng phòng ngừa rủi ro và bảo toàn giá trị của vàng trong bối cảnh bất định. Những diễn biến này tác động trực tiếp đến thị trường vàng Việt Nam, làm gia tăng nhu cầu nắm giữ vàng của người dân và gây áp lực lớn lên công tác điều hành vĩ mô.

Trước thực tiễn đó, định hướng quản lý thị trường vàng của Việt Nam đang từng bước chuyển từ mô hình kiểm soát hành chính chặt chẽ sang cách tiếp cận dựa nhiều hơn vào cơ chế thị trường và thiết kế thể chế phù hợp. Các chủ trương, chính sách được ban hành trong giai đoạn gần đây, đặc biệt là việc sửa đổi, bổ sung Nghị định 24/2012/NĐ-CP, cho thấy quyết tâm của Nhà nước trong việc tái cấu trúc thị trường vàng theo hướng minh bạch hơn, cạnh tranh hơn và gắn kết chặt chẽ hơn với các mục tiêu phát triển kinh tế – tài chính dài hạn. Trong bối cảnh đó, việc nghiên cứu thành lập sàn giao dịch vàng tập trung được xem là một trong những giải pháp có tính nền tảng,

không chỉ nhằm tổ chức lại hoạt động giao dịch vàng, mà còn hướng tới hoàn thiện cấu trúc thị trường và nâng cao hiệu quả điều hành chính sách.

Tuy nhiên, việc thành lập sàn giao dịch vàng không đơn thuần là một quyết định kỹ thuật hay tổ chức thị trường, mà là một vấn đề mang tính thể chế, đòi hỏi sự cân nhắc thận trọng giữa nhiều mục tiêu: ổn định kinh tế vĩ mô, hạn chế vàng hóa, phát triển thị trường tài chính, huy động nguồn lực xã hội và đảm bảo an toàn hệ thống. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, không tồn tại một mô hình sàn giao dịch vàng “chuẩn” có thể áp dụng cho mọi quốc gia, mà mỗi mô hình đều được thiết kế trên cơ sở điều kiện thể chế, trình độ phát triển và mục tiêu chiến lược riêng.

Xuất phát từ những yêu cầu đó, báo cáo này được thực hiện nhằm làm rõ cơ sở lý luận và thực tiễn của việc thúc đẩy thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam. Cụ thể, báo cáo tập trung phân tích các động cơ kinh tế và chính sách dẫn tới nhu cầu hình thành sàn giao dịch vàng; đánh giá các cơ hội và thách thức trong bối cảnh thị trường vàng Việt Nam hiện nay; tổng hợp và phân tích kinh nghiệm quốc tế về vận hành các sàn giao dịch vàng tiêu biểu; từ đó đề xuất hệ thống khuyến nghị chính sách phù hợp với điều kiện thể chế, năng lực thị trường và mục tiêu phát triển của Việt Nam trong giai đoạn tới.

2. Tổng quan lý thuyết về vàng và sàn giao dịch vàng

2.1. Bản chất và hệ thống phân loại vàng trong kinh tế học hiện đại

Vàng (Au) được xem là một tài sản đặc thù trong kinh tế học và tài chính hiện đại bởi nó đồng thời mang hai lớp thuộc tính: (i) hàng hoá vật chất có chuỗi giá trị “khai thác – tinh luyện – chế tác – tiêu dùng/sản xuất”; và (ii) tài sản dự trữ chính thức khi được cơ quan tiền tệ nắm giữ dưới danh nghĩa “vàng tiền tệ (monetary gold)”. Ở góc nhìn hàng hoá, vàng có giá trị sử dụng (trang sức, công nghệ) và giá trị trao đổi (giao dịch, tích trữ); ở góc nhìn tiền tệ–tài chính, vàng được coi là một dạng “tài sản dự trữ” phổ biến, có lịch sử dài, thường được nắm giữ trong bối cảnh bất định nhằm tăng mức độ an toàn cho danh mục dự trữ quốc gia.

Từ góc độ thiết kế thể chế thị trường, như khi thành lập sàn giao dịch vàng, việc phân loại vàng một cách hệ thống có ý nghĩa “cấu trúc hoá” các quyết định chính sách và kỹ thuật. Cụ thể, hệ thống phân loại vàng có thể giúp: (i) xác định loại vàng đủ điều kiện niêm yết (đạt chuẩn kỹ thuật, tính thay thế cao); (ii) thiết kế quy trình kiểm định – lưu ký – giao nhận phù hợp với đặc điểm vàng vật chất; và (iii) tách bạch “cầu vàng mang động cơ đầu tư/tiền tệ” với “cầu vàng mang động cơ tiêu dùng/công nghệ” để phân tích đúng cơ chế hình thành giá và chênh lệch giá theo chu kỳ. Các báo cáo của

Hội đồng vàng thế giới (World Gold Council - WGC) (2025) thường cung cấp cấu trúc cầu vàng theo mục đích sử dụng và theo các cấu phần thị trường.

2.1.1. Phân loại theo động cơ nắm giữ và cấu trúc cầu thị trường

Cách phân loại theo động cơ nắm giữ phù hợp với phân tích kinh tế vĩ mô–tài chính vì trả lời trực tiếp câu hỏi: “Ai nắm giữ vàng? Nắm giữ để làm gì?”, qua đó giải thích tốt hơn cơ chế truyền dẫn từ lãi suất, rủi ro hệ thống, kỳ vọng chính sách và hành vi ngân hàng trung ương đến cầu vàng và giá vàng. Dựa vào khung phân rã cầu của WGC, vàng thường tách theo các cấu phần như trang sức, đầu tư, công nghệ và mua ròng của ngân hàng trung ương.

(1) Vàng tiền tệ (Monetary gold)

Theo Wytenburg và cộng sự (2021), vàng tiền tệ (monetary gold) là “vàng mà cơ quan quản lý tiền tệ (thường là Ngân hàng Trung ương hoặc Ngân hàng Nhà nước) có quyền sở hữu và nắm giữ như một tài sản dự trữ. Đây là một phân loại mang tính chuẩn mực và có tác động lớn đến cách diễn giải vai trò của vàng trong hệ thống tài chính quốc tế. Khái niệm này cho thấy hai điểm kỹ thuật quan trọng về vàng tiền tệ. Thứ nhất, vàng tiền tệ là một cấu phần của tài sản dự trữ, khác với “vàng thỏi (gold bullion)” mà khu vực tư nhân nắm giữ và giao dịch như hàng hoá thông thường. Thứ hai, vàng tiền tệ được phân biệt với các tài sản dự trữ dạng “các khoản phải thu bằng ngoại tệ (foreign exchange claims)” như tiền gửi ngoại tệ tại ngân hàng nước ngoài, trái phiếu chính phủ nước ngoài hay chứng khoán nợ bằng ngoại tệ... vì nó không phải là khoản phải thu từ bên thứ ba, nên không mang rủi ro tín dụng đối tác theo cách tài sản tài chính truyền thống thường gặp.

Về mặt kinh tế học chính sách, vai trò của vàng tiền tệ thường gắn với ba nhóm mục tiêu. Thứ nhất, giúp tăng an toàn dự trữ vì vàng là tài sản không phụ thuộc vào khả năng thanh toán của một quốc gia phát hành. Thứ hai, giúp đa dạng hoá dự trữ vì vàng giúp giảm rủi ro tập trung vào một số loại tài sản dự trữ (đặc biệt trong bối cảnh biến động địa chính trị và rủi ro trừng phạt tài chính (Economic Sanctions Risk). Cuối cùng, giúp củng cố niềm tin khi trong bối cảnh bất định, dự trữ vàng có thể được coi như tín hiệu về “độ an toàn” và năng lực can thiệp của cơ quan tiền tệ, qua đó tác động đến kỳ vọng thị trường (Baur & McDermott, 2010).

(2) Vàng đầu tư (Investment gold)

Vàng đầu tư bao gồm vàng miếng/thỏi, đồng xu và các hình thức đầu tư liên quan đến vàng như ETP/ETF. Vì vàng không tạo dòng tiền định kỳ như lãi hay cổ tức nên động cơ nắm giữ vàng đầu tư thường phụ thuộc vào các yếu tố như chi phí cơ hội, động cơ phòng thủ danh mục đầu tư hay kỳ vọng đồng USD và các chính sách tiền tệ.

- Chi phí cơ hội: khi lãi suất thực thấp, chi phí cơ hội nắm giữ vàng giảm, vàng thường được ưa chuộng hơn. Tuy nhiên, khi rủi ro địa chính trị tăng mạnh, dòng vốn vào vàng có thể tăng ngay cả khi lãi suất cao.

- Động cơ phòng thủ danh mục: vàng được dùng để giảm biến động danh mục trong điều kiện bất định.

- Kỳ vọng USD và chính sách tiền tệ: nhiều phân tích thị trường cho thấy kỳ vọng nới lỏng tiền tệ, USD suy yếu hoặc bất ổn địa chính trị có thể thúc đẩy nhu cầu vàng đầu tư (đặc biệt qua ETF/ETP).

(3) Vàng trang sức (Jewellery)

Vàng trang sức là cầu vàng mang tính tiêu dùng–văn hoá, chịu ảnh hưởng mạnh bởi thu nhập khả dụng, thị hiếu, mùa vụ (mùa cưới hay mùa lễ hội) và mức giá. Các báo cáo về xu hướng nhu cầu vàng của WGC thường chỉ ra rằng khi giá vàng lên cao, nhu cầu trang sức có thể giảm tại nhiều thị trường với mức độ khác nhau giữa các quốc gia do khác biệt về văn hoá tiêu dùng và cơ cấu thu nhập. Về mặt lý thuyết, nhóm cầu này thường có độ co giãn theo giá cao hơn cầu tiền tệ/đầu tư vì khi giá tăng, người tiêu dùng có thể trì hoãn mua sắm, giảm trọng lượng sản phẩm hoặc chuyển sang vật liệu thay thế/thiết kế ít vàng hơn. Đây là lý do tại sao, trong các giai đoạn giá vàng tăng mạnh do cầu đầu tư, cầu trang sức thường đóng vai trò “kênh điều chỉnh” theo chiều ngược lại.

(4) Vàng công nghệ (Technology/Industrial)

Vàng công nghệ là cầu đầu vào phục vụ sản xuất (điện tử, y sinh, công nghệ cao). WGC tách cấu phần công nghệ trong tổng cầu và xem đây là cầu tương đối ổn định hơn so với đầu tư, vì gắn với chu kỳ sản xuất và nhu cầu công nghiệp. Tuy nhiên, vàng công nghệ vẫn có thể biến động theo: (i) chu kỳ sản xuất công nghiệp; (ii) đổi mới công nghệ làm tăng/giảm hàm lượng vàng sử dụng; (iii) khả năng thay thế vật liệu trong một số ứng dụng. Mặt khác, cầu công nghệ ít liên quan đến “đầu cơ giá” hơn, nhưng lại có thể hưởng lợi từ một thị trường minh bạch, chuẩn hoá, giúp doanh nghiệp phòng ngừa chi phí nguyên liệu (nếu có công cụ phái sinh).

(5) Mua ròng của ngân hàng trung ương (Central bank net purchases)

WGC theo dõi riêng mua ròng của ngân hàng trung ương và thường nhấn mạnh đây là trụ cột quan trọng ảnh hưởng đến thị trường vàng toàn cầu. Cấu phần này có thể tác động đến kỳ vọng trung hạn vì phản ánh chiến lược dự trữ và quan điểm rủi ro của khu vực công. Các báo cáo theo quý của WGC cung cấp số liệu và nhận định về xu hướng mua ròng, dùng làm cơ sở nhằm phân tích bối cảnh giá. Đồng thời, các phân tích báo chí tài chính uy tín cũng ghi nhận vai trò mua ròng của ngân hàng trung ương

trong các đợt tăng giá gần đây, như một động lực tách biệt với cầu trang sức (vốn có xu hướng suy yếu khi giá cao).

2.1.2. Phân loại theo tiêu chuẩn kỹ thuật và tính chuẩn hoá giao dịch

Nếu phân loại theo động cơ nắm giữ giúp hiểu "cầu", thì phân loại theo tiêu chuẩn kỹ thuật quyết định "tài sản nào có thể giao dịch tập trung" và thiết kế hàng hoá niêm yết, yếu tố cốt lõi của một sàn giao dịch vàng vật chất. Giao dịch tập trung đòi hỏi tính đồng nhất và tính thay thế cao để khớp lệnh, bù trừ và giao nhận hiệu quả; vì vậy nếu chất lượng vàng không thể xác minh theo chuẩn, chi phí kiểm định tăng và rủi ro tranh chấp làm suy giảm thanh khoản. Trong lý thuyết về cấu trúc thị trường, việc chuẩn hóa hàng hóa là điều kiện tiên quyết để chuyển đổi một tài sản vật chất thành một công cụ tài chính có tính thanh khoản cao. Sự phân biệt giữa vàng tiêu chuẩn và phi tiêu chuẩn quyết định trực tiếp đến thiết kế hạ tầng kỹ thuật của sàn giao dịch.

(1) Vàng chuẩn thị trường quốc tế (Institutional-grade bullion)

Hiệp hội Thị trường Vàng thời London (London Bullion Market Association - LBMA) đã thiết lập hệ thống tiêu chuẩn vàng (London Good Delivery) và nhanh chóng trở thành "thước đo" cho các giao dịch liên ngân hàng và OTC quốc tế (loco London). Một thỏi vàng được công nhận "Good Delivery" phải đáp ứng các thông số kỹ thuật khắt khe bao gồm (List, 2024):

- Độ tinh khiết: Hàm lượng vàng ròng tối thiểu phải đạt 995,0 phần nghìn (995,0 parts per thousand). Đây là ngưỡng đảm bảo tính tinh khiết để vàng có thể được lưu thông và dự trữ như một tài sản tài chính.

- Dấu hiệu nhận dạng và tính truy xuất: Mỗi thỏi vàng phải được dập nổi các thông tin không thể tẩy xóa bao gồm: số sê-ri định danh duy nhất, con dấu của nhà tinh luyện đạt chuẩn, độ tinh khiết (thể hiện bằng 4 chữ số) và năm sản xuất. Các dấu hiệu này tạo nên "hộ chiếu" cho thỏi vàng, cho phép nó di chuyển qua hệ thống kho quỹ toàn cầu mà không cần tinh luyện lại.

- Quy cách và trọng lượng: Khác với các loại vàng bán lẻ, thỏi vàng chuẩn quốc tế có trọng lượng biến thiên trong dải cho phép từ 350 đến 430 oz. Sự linh hoạt này đòi hỏi hệ thống quản lý sàn giao dịch phải có khả năng hạch toán theo trọng lượng thực tế (fine weight) thay vì chỉ đếm số lượng thỏi.

(2) Vàng phi tiêu chuẩn (Non-standard gold)

Vàng phi tiêu chuẩn có thể bao gồm các loại vàng không đáp ứng đầy đủ các điều kiện niêm yết của sàn giao dịch tập trung, điển hình là:

- Vàng trang sức và vàng mỹ nghệ: Loại vàng này chịu tác động của hợp kim (karat thấp hơn 995,0), công nghệ chế tác và hao hụt vật lý, dẫn đến sự không đồng nhất về giá trị ròng.

- Vàng miếng nội địa không đạt chuẩn: Các loại vàng miếng được đúc thủ công hoặc bởi các đơn vị không nằm trong danh sách chấp thuận của sàn, dẫn đến rủi ro về nguồn gốc và chất lượng.

- Vàng có nguồn gốc/tuổi vàng khó xác minh ngay hoặc không có đầy đủ dấu hiệu nhận dạng theo quy định.

Loại vàng này thường đòi hỏi giám định bổ sung hoặc tinh luyện lại để chuyển thành vàng chuẩn trước khi đủ điều kiện niêm yết và giao nhận trên sàn. Vì vậy, nhóm vàng phi tiêu chuẩn là cơ sở để xây dựng: (i) quy định “hàng đủ chuẩn” và quy trình “chuyển đổi sang hàng chuẩn”; (ii) danh mục tổ chức giám định/tinh luyện được công nhận; và (iii) cơ chế kho lưu ký và kiểm soát chất lượng nhằm giảm tranh chấp.

2.2. Các học thuyết kinh tế về thị trường vàng

Các học thuyết kinh tế và tài chính thường được sử dụng để phân tích thị trường vàng, bao gồm cơ chế hình thành giá, hành vi của các nhóm tác nhân tham gia thị trường và vai trò của cấu trúc thị trường đối với hiệu quả giao dịch. Các học thuyết này tạo nền tảng lý luận cho việc nghiên cứu vàng không chỉ như một hàng hóa vật chất mà còn như một tài sản tài chính đặc thù, có mối liên hệ chặt chẽ với hệ thống tiền tệ, thị trường tài chính và tâm lý rủi ro toàn cầu.

2.2.1. Lý thuyết cung – cầu và cấu trúc thị trường hàng hóa

Theo kinh tế học cổ điển và tân cổ điển, giá vàng được xác định bởi sự tương tác giữa cung và cầu trên thị trường. Tuy nhiên, khác với nhiều hàng hóa công nghiệp thông thường, thị trường vàng có cấu trúc cầu đa dạng và đặc tính cung đặc thù, khiến cơ chế hình thành giá mang tính phức hợp hơn. Các báo cáo của WGC là nguồn dữ liệu được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu học thuật vì cung cấp hệ thống thống kê cung–cầu vàng theo cấu phần sử dụng và chuỗi thời gian, cho phép phân tích động lực giá trong cả ngắn hạn và dài hạn.

Các đặc tính cung bao gồm cung từ khai thác mỏ, cung từ tái chế và cả yếu tố phòng vệ từ nhà sản xuất. Cung vàng từ khai thác mỏ thường có độ co giãn thấp trong ngắn hạn. Nguyên nhân là quá trình phát triển mỏ đòi hỏi vốn đầu tư lớn, thời gian chuẩn bị dài, cùng với các rào cản về công nghệ, môi trường và pháp lý. Do đó, ngay cả khi giá vàng tăng mạnh, sản lượng khai thác mỏ khó có thể điều chỉnh nhanh trong ngắn hạn. Dữ liệu của WGC cho thấy sản lượng mỏ biến động tương đối chậm theo xu hướng dài hạn, phản ánh đặc tính “trễ” của cung khai thác. Ngược lại, cung từ tái chế

thường nhạy cảm hơn với biến động giá. Khi giá vàng tăng cao, động cơ bán vàng cũ, vàng phế liệu hoặc vàng trang sức để tái chế tăng lên, tạo ra nguồn cung bổ sung cho thị trường. Trong các giai đoạn giá vàng đạt mức cao, WGC thường ghi nhận sự gia tăng đáng kể của lượng vàng tái chế, qua đó góp phần điều tiết thị trường trong ngắn hạn. Trong thống kê cung vàng, WGC thường tính thêm yếu tố phòng vệ từ nhà sản xuất (net producer hedging), phản ánh việc các nhà khai thác sử dụng công cụ tài chính để phòng vệ rủi ro giá (WGC, 2025). Mặc dù không làm thay đổi trữ lượng vàng vật chất, hoạt động phòng vệ này có thể ảnh hưởng đến lượng vàng “hiệu lực” được đưa ra thị trường trong từng giai đoạn, do đó có ý nghĩa khi phân tích cung trong ngắn hạn. Sự khác biệt về độ co giãn giữa các cấu phần cung là một trong những nguyên nhân khiến giá vàng thường phản ứng mạnh với các cú sốc cầu, đặc biệt là cầu đầu tư và cầu dự trữ, trong bối cảnh cung khai thác không thể điều chỉnh kịp thời.

Bên cạnh cung–cầu, cấu trúc thị trường đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định cách thức thông tin được phản ánh vào giá. Lý thuyết cấu trúc vi mô thị trường (market microstructure) nhấn mạnh rằng giá cả quan sát được không chỉ là kết quả của cung–cầu trừu tượng, mà là sản phẩm của quá trình giao dịch cụ thể, trong đó các nhu cầu tiềm ẩn của người tham gia thị trường được chuyển hóa thành giá và khối lượng thông qua các quy tắc giao dịch, mức độ minh bạch và cơ chế khớp lệnh (Madhavan, 2000). Theo lý thuyết này, các yếu tố như chi phí tìm kiếm thông tin, chi phí thương lượng, mức độ phân tán của giao dịch và tính minh bạch của giá đều ảnh hưởng đến hiệu quả phát hiện giá. Trong các thị trường phân tán, thông tin có thể bị phân mảnh, dẫn đến sự khác biệt giá giữa các điểm giao dịch. Ngược lại, khi giao dịch được tập trung hơn và thông tin giá/khối lượng được công bố rộng rãi, quá trình phát hiện giá có xu hướng hiệu quả hơn. Tuy nhiên, lý thuyết này cũng chỉ ra rằng chênh lệch giá mua–bán (bid–ask spread) không thể bị loại bỏ hoàn toàn. Chênh lệch này phản ánh chi phí tạo lập thanh khoản, rủi ro tồn kho và mức độ bất cân xứng thông tin. Nghiên cứu của Amihud & Mendelson (1986) cho thấy chênh lệch này có mối liên hệ với lợi suất kỳ vọng của tài sản, qua đó khẳng định vai trò của chênh lệch như một “giá” của tính thanh khoản trong thị trường tài chính.

Bên cạnh cách tiếp cận cung–cầu truyền thống, nhiều nghiên cứu về thị trường vàng cho rằng cơ chế hình thành giá vàng không thể được giải thích đầy đủ nếu chỉ dựa trên sự cân bằng tức thời giữa cung vật chất và cầu sử dụng. Một đặc điểm quan trọng của thị trường vàng là sự tồn tại của “nghịch lý nguồn cung”, trong đó giá vàng có thể tăng mạnh trong khi nguồn cung vật chất hầu như không điều chỉnh tương ứng trong ngắn hạn. Nghịch lý này đã được quan sát rõ nét trong các giai đoạn khủng hoảng, đặc biệt là cú sốc vàng cuối thập niên 1970.

Trong giai đoạn 1979–1980, thị trường vàng thế giới chịu tác động đồng thời của nhiều cú sốc vĩ mô, bao gồm lạm phát cao kéo dài, sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods, bất ổn địa chính trị và khủng hoảng niềm tin vào tiền pháp định. Ở thời điểm đó, nguồn cung vàng toàn cầu phụ thuộc lớn vào khai thác mỏ, trong đó Nam Phi giữ vai trò chi phối với tỷ trọng rất cao trong tổng sản lượng thế giới. Tuy nhiên, do chu kỳ đầu tư dài, chi phí cố định lớn và các yếu tố chính trị – xã hội, sản lượng khai thác vàng không thể gia tăng nhanh dù giá tăng đột biến. Điều này dẫn đến trạng thái cung có độ co giãn cực thấp trong ngắn hạn, khiến các cú sốc cầu đầu tư nhanh chóng chuyển hóa thành biến động giá mạnh.

Trên nền tảng nghịch lý nguồn cung đó, thị trường vàng trong giai đoạn này đã xuất hiện các đặc điểm điển hình của hiện tượng bong bóng giá. Giá vàng tăng không chỉ do các yếu tố cơ bản mà còn được thúc đẩy bởi kỳ vọng giá tiếp tục tăng, tạo ra cơ chế khuếch đại tự thân (self-reinforcing mechanism). Các lý thuyết về bong bóng tài sản sau này thường phân biệt giữa bong bóng ngẫu nhiên (random bubbles), hình thành do các cú sốc thông tin bất định, và bong bóng phi ngẫu nhiên hay bong bóng hợp lý (non-random hoặc rational bubbles), trong đó các nhà đầu tư vẫn sẵn sàng mua tài sản ở mức giá cao với kỳ vọng có thể bán lại cho người khác ở mức giá cao hơn trong tương lai. Với đặc tính cung cứng, tính thanh khoản cao và vai trò trú ẩn an toàn, vàng được xem là một loại tài sản đặc biệt dễ xuất hiện các dạng bong bóng phi ngẫu nhiên trong những giai đoạn bất ổn hệ thống.

Kinh nghiệm lịch sử từ cú sốc vàng 1979–1980 cho thấy rằng, khi thị trường thiếu các cơ chế giao dịch tập trung, minh bạch và công cụ quản trị rủi ro phù hợp, sự kết hợp giữa nghịch lý nguồn cung và hành vi đầu cơ có thể dẫn đến các chu kỳ tăng – giảm giá cực đoan, gây ra hệ lụy mất kiểm soát đối với thị trường. Do đó, trong phân tích hiện đại, giá vàng cần được nhìn nhận không chỉ như kết quả của cung–cầu vật chất, mà còn là sản phẩm của kỳ vọng, tâm lý và cấu trúc thị trường – những yếu tố có thể làm khuếch đại hoặc làm suy giảm hiệu quả phân bổ nguồn lực trong các giai đoạn khủng hoảng.

2.2.2. Lý thuyết trú ẩn an toàn và phòng ngừa rủi ro

Trong tài chính, hai khái niệm phòng ngừa (hedge) và trú ẩn an toàn (safe haven) thường được sử dụng để mô tả vai trò của tài sản trong quản trị rủi ro, nhưng mang ý nghĩa khác nhau. Phòng ngừa thường chỉ tài sản có xu hướng giúp giảm rủi ro danh mục trong điều kiện thị trường bình thường, thông qua tương quan thấp hoặc âm với các tài sản khác. Trong khi đó, trú ẩn an toàn nhấn mạnh khả năng duy trì giá trị hoặc

tương quan thấp/âm trong các điều kiện thị trường cực đoan, như khi thị trường chứng khoán suy giảm mạnh.

Nghiên cứu của Baur & Lucey (2010) cho thấy vàng có thể đóng vai trò phòng ngừa đối với cổ phiếu trong điều kiện bình thường và trở thành trú ẩn an toàn trong các giai đoạn thị trường chịu cú sốc lớn. Đồng thời, các tác giả cũng nhấn mạnh rằng vai trò trú ẩn của vàng mang tính có điều kiện, phụ thuộc vào thước đo khủng hoảng, giai đoạn quan sát và thị trường cụ thể.

Đối với cơ chế trú ẩn, khi mức độ bất định tăng cao do khủng hoảng tài chính, xung đột địa chính trị hoặc lo ngại suy thoái thì hành vi phổ biến của nhà đầu tư là dịch chuyển đầu tư theo chất lượng (flight-to-quality) (Caballero & Krishnamurthy, 2008) hoặc dịch chuyển đầu tư theo thanh khoản (flight-to-liquidity) (Vayanos, 2004). Nói một cách khác, họ có xu hướng dịch chuyển danh mục sang các tài sản được coi là an toàn hoặc có khả năng bảo toàn giá trị tốt hơn. Trong bối cảnh này, cầu vàng đầu tư thường gia tăng, đặc biệt thông qua các kênh như vàng miếng, ETF vàng và giao dịch phi tập trung (Over the counter – OTC). Các phân tích thị trường và tin tức tài chính thường ghi nhận sự kết hợp của nhiều yếu tố thúc đẩy giá vàng trong những giai đoạn như vậy, bao gồm rủi ro địa chính trị, kỳ vọng nới lỏng chính sách tiền tệ, mua ròng của ngân hàng trung ương và dòng vốn vào các quỹ ETF vàng. Tuy nhiên, mức độ tác động của từng yếu tố có thể thay đổi theo bối cảnh và không phải lúc nào cũng đồng nhất giữa các giai đoạn.

Đối với cơ chế phòng ngừa rủi ro, vàng cũng được sử dụng như một công cụ phòng ngừa rủi ro thông qua các giao dịch tài chính, đặc biệt khi thị trường tồn tại các công cụ phái sinh như hợp đồng tương lai và quyền chọn. Việc sử dụng các công cụ này cho phép các tác nhân thị trường quản lý rủi ro biến động giá mà không nhất thiết phải nắm giữ vàng vật chất trong suốt thời gian phòng vệ. Lý thuyết phòng ngừa nhấn mạnh rằng việc phòng ngừa rủi ro không nhằm tối đa hóa lợi nhuận, mà nhằm giảm phương sai của kết quả tài chính trong bối cảnh giá biến động. Do đó, vai trò của vàng trong phòng ngừa rủi ro cần được phân tích song song với cấu trúc thị trường và sự tồn tại của các công cụ tài chính liên quan.

2.2.3. Lý thuyết bất cân xứng thông tin và chuẩn hóa chất lượng

Thị trường vàng vật chất tiềm ẩn rủi ro bất cân xứng thông tin do người mua khó có thể quan sát đầy đủ chất lượng và nguồn gốc vàng tại thời điểm giao dịch. Các yếu tố như tuổi vàng, pha hợp kim, tiêu chuẩn tinh luyện và nguy cơ gian lận thương mại làm gia tăng chi phí xác minh và rủi ro tranh chấp. Về mặt lý thuyết, vấn đề này tương đồng với mô hình lựa chọn bất lợi (adverse selection) trong các thị trường có bất định

về chất lượng, được Akerlof (1970) mô tả trong nghiên cứu kinh điển về “market for lemons”. Khi người mua không thể phân biệt rõ hàng tốt và hàng kém chất lượng, thị trường có nguy cơ hoạt động kém hiệu quả hoặc thu hẹp quy mô giao dịch.

Chuẩn hóa chất lượng là một cơ chế quan trọng để giảm bất cân xứng thông tin. Khi vàng giao dịch đáp ứng các tiêu chuẩn thống nhất về hàm lượng, dấu hiệu nhận dạng và nguồn gốc tinh luyện, từng đơn vị vàng trở nên dễ thay thế cho nhau. Điều này làm giảm nhu cầu kiểm định lặp lại và giảm chi phí giao dịch. Mặc dù chuẩn hóa giúp giảm đáng kể rủi ro về chất lượng và gian lận, lý thuyết và thực tiễn đều cho thấy không có cơ chế nào có thể triệt tiêu hoàn toàn rủi ro. Hiệu lực của chuẩn hóa phụ thuộc vào năng lực kiểm định, giám sát tuân thủ và cơ chế xử lý vi phạm. Do đó, chuẩn hóa cần được duy trì song song với các biện pháp giám sát và chế tài để bảo đảm tính toàn vẹn của thị trường.

2.3. Lý thuyết về sàn giao dịch vàng và hạ tầng thị trường tài chính

Trong kinh tế tài chính hiện đại, sàn giao dịch không còn được hiểu đơn thuần là “nơi khớp lệnh” giữa người mua và người bán, mà là một bộ phận của hạ tầng thị trường tài chính (Financial Market Infrastructures - FMIs). Đối với thị trường vàng, đặc biệt là khi giao dịch vàng vật chất hoặc các công cụ tài chính gắn với vàng được tổ chức ở quy mô lớn, hoạt động của sàn thường gắn liền với các chức năng như bù trừ (clearing), thanh toán (settlement) và lưu ký (custody). Khi các chức năng này được tổ chức theo mô hình tập trung, đặc biệt với sự tham gia của đối tác bù trừ trung tâm, chúng có thể cấu thành hạ tầng thị trường tài chính (FMIs) theo nghĩa được thừa nhận trong các chuẩn mực quốc tế.

Vì vậy, việc phân tích sàn giao dịch vàng dưới góc độ lý thuyết không thể tách rời khỏi khung khái niệm và chuẩn mực dành cho FMIs. Các chuẩn này không chỉ cung cấp tiêu chí đánh giá mức độ an toàn và hiệu quả của hệ thống, mà còn giải thích vì sao các thị trường hiện đại cần những cơ chế quản trị rủi ro chặt chẽ khi khối lượng giao dịch và mức độ liên thông tài chính ngày càng gia tăng (BIS & IOSCO, 2012).

2.3.1. Bản chất của hạ tầng thị trường tài chính theo khung PFMI

Các nguyên tắc cho cơ sở hạ tầng thị trường tài chính (Principles for Financial Market Infrastructures - PFMI) được ban hành năm 2012 bởi Ủy ban về Hệ thống Thanh toán và Cơ sở hạ tầng Thị Trường (Committee on Payments and Market Infrastructures - CPMI) và Tổ chức Quốc tế của các Ủy ban Chứng khoán (International Organization of Securities Commissions - IOSCO). Đây là bộ nguyên tắc nền tảng, được thừa nhận rộng rãi, nhằm bảo đảm sự an toàn và hiệu quả của các FMIs trong hệ thống tài chính toàn cầu (BIS & IOSCO, 2012).

Theo PFMI, FMIIs bao gồm năm nhóm thiết chế chính: (i) hệ thống thanh toán (payment systems), (ii) hệ thống lưu ký chứng khoán (central securities depositories – CSDs), (iii) hệ thống thanh toán chứng khoán (securities settlement systems – SSSs), (iv) đối tác bù trừ trung tâm (central counterparties – CCPs), và (v) kho dữ liệu giao dịch (trade repositories). Các thiết chế này giữ vai trò then chốt trong việc bảo đảm dòng chảy an toàn của tiền và tài sản trong nền kinh tế, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính có mức độ liên thông cao và rủi ro hệ thống có thể xuất hiện nhanh chóng.

PFMI tập trung vào một số nhóm nguyên tắc cốt lõi, bao gồm: (i) Quản trị rủi ro tín dụng và rủi ro thanh khoản, nhằm bảo đảm hệ thống có khả năng chịu đựng các cú sốc vỡ nợ của thành viên lớn; (ii) Quản trị rủi ro vận hành, bao gồm an ninh hệ thống, tính liên tục kinh doanh và khả năng phục hồi sau sự cố; (iii) Khung quản trị và minh bạch, yêu cầu các FMI có cấu trúc quản trị rõ ràng, trách nhiệm giải trình và công bố thông tin đầy đủ; (iv) Hiệu quả và tính tiếp cận công bằng, nhằm bảo đảm FMIIs vừa an toàn vừa hỗ trợ hoạt động thị trường hiệu quả.

2.3.2. Đối tác bù trừ trung tâm và quản trị rủi ro

Trong nguyên tắc về hạ tầng thị trường tài chính, đối tác bù trừ trung tâm (CCP) được xem là thiết chế then chốt nhằm kiểm soát rủi ro đối tác và giảm nguy cơ lan truyền rủi ro trong các thị trường có khối lượng giao dịch lớn, đặc biệt là thị trường phái sinh và một số thị trường giao ngay có cơ chế bù trừ.

❖ Cơ chế thế vị (Novation)

Theo cơ chế thế vị, CCP đứng vào vị trí trung gian của mọi giao dịch, trở thành người mua đối với mọi người bán và người bán đối với mọi người mua. Nhờ đó, rủi ro đối tác song phương giữa các thành viên thị trường được chuyển hóa thành rủi ro tập trung tại CCP. Điều này giúp đơn giản hóa mạng lưới nghĩa vụ và giảm nguy cơ đổ vỡ dây chuyền, nhưng đồng thời đặt ra yêu cầu rất cao đối với năng lực quản trị rủi ro của chính CCP.

❖ Ký quỹ và quản trị phơi nhiễm (Margining and exposure control)

PFMI quy định rằng CCP phải áp dụng cơ chế hạch toán theo giá thị trường (mark-to-market) đối với các vị thế mở và thu ký quỹ biến đổi (variation margin) ít nhất hằng ngày, nhằm phản ánh kịp thời lãi/lỗ phát sinh và hạn chế sự tích tụ phơi nhiễm tín dụng hiện tại. Ngoài ra, CCP cần có khả năng gọi ký quỹ trong ngày (intraday margin calls) trong các điều kiện biến động mạnh, để bảo đảm rằng rủi ro luôn được bù đắp bằng tài sản bảo đảm phù hợp. Bên cạnh ký quỹ biến đổi, ký quỹ ban đầu (initial margin) được sử dụng để bảo vệ CCP trước các biến động giá tiềm ẩn trong thời gian cần thiết

để đóng vị thế của một thành viên vỡ nợ. Sự kết hợp giữa ký quỹ ban đầu và ký quỹ biến đổi tạo thành trụ cột đầu tiên trong hệ thống phòng vệ của CCP.

❖ *Cơ chế phòng vệ đa tầng “default waterfall”*

Một nội dung trung tâm của PFMI là yêu cầu CCP xây dựng phòng vệ đa tầng “default waterfall”, tức hệ thống các lớp nguồn lực tài chính được sử dụng tuần tự khi xảy ra sự kiện vỡ nợ của thành viên. Các lớp này thường bao gồm: (i) ký quỹ của thành viên vỡ nợ, (ii) phần đóng góp của CCP (skin-in-the-game), (iii) quỹ dự phòng vỡ nợ (default fund), và (iv) các nguồn lực bổ sung theo quy định. Mục tiêu của cơ chế này là bảo đảm CCP có đủ năng lực tài chính và quy trình xử lý để duy trì hoạt động ngay cả trong các kịch bản căng thẳng cực đoan, qua đó bảo vệ tính ổn định của hệ thống tài chính rộng lớn hơn.

2.3.3. Cơ chế lưu ký, giao nhận và nguyên tắc chuyển giao đối ứng thanh toán (Delivery versus Payment - DvP)

Đối với các thị trường gắn với tài sản vật chất như vàng, yếu tố cốt lõi tạo dựng niềm tin không chỉ nằm ở giá cả, mà còn ở cơ chế lưu ký và giao nhận. Trong nguyên tắc hạ tầng thị trường, việc tách bạch giữa tài sản vật chất và quyền sở hữu được ghi nhận trên hệ thống là điều kiện cần để thị trường vận hành hiệu quả và an toàn.

❖ *Chứng chỉ kho/lưu ký và giao dịch quyền sở hữu*

Khi vàng được đưa vào kho lưu ký đạt chuẩn, quyền sở hữu đối với vàng có thể được đại diện bằng chứng chỉ kho/lưu ký (warehouse hoặc depository receipt). Việc giao dịch trên thị trường khi đó chủ yếu là giao dịch quyền sở hữu đối với vàng đã được lưu ký, trong khi vàng vật chất vẫn nằm yên trong kho. Cách tiếp cận này cho phép tăng tốc độ giao dịch, giảm chi phí vận chuyển và kiểm định lặp lại, đồng thời vẫn bảo đảm rằng các giao dịch được bảo chứng bằng tài sản vật chất thực sự tồn tại.

❖ *Nguyên tắc chuyển giao đối ứng thanh toán (Delivery versus Payment - DvP)*

Chuyển giao đối ứng thanh toán (DvP) là nguyên tắc nền tảng trong lý thuyết thanh toán–bù trừ, nhằm bảo đảm rằng việc chuyển giao tài sản chỉ diễn ra khi và chỉ khi việc thanh toán tiền tương ứng được thực hiện đồng thời. Nguyên tắc này giúp loại bỏ rủi ro chính (principal risk), tức rủi ro một bên giao tài sản nhưng không nhận được tiền, hoặc ngược lại. Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (Bank for International Settlements - BIS) đã có các báo cáo chuyên sâu về DvP trong hệ thống thanh toán và lưu ký chứng khoán, coi đây là một chuẩn mực cốt lõi để bảo đảm an toàn hệ thống. Về mặt lý thuyết, nguyên tắc DvP có thể được áp dụng tương tự đối với các thị trường giao dịch tài sản vật chất có lưu ký tập trung, bao gồm vàng, đặc biệt khi hệ thống lưu ký được liên thông với các ngân hàng thanh toán (BIS, 2001-2025).

2.4. Các điều kiện và cơ chế vận hành sàn giao dịch vàng tiêu chuẩn

Việc thiết kế một sàn giao dịch không chỉ liên quan đến cơ chế khớp lệnh, mà còn bao hàm một tập hợp các điều kiện thể chế và cơ chế vận hành nhằm bảo đảm thị trường hoạt động ổn định, minh bạch và bền vững. Đối với thị trường vàng, một thị trường gắn với tài sản vật chất có giá trị cao và đồng thời mang tính tài chính thì yêu cầu này càng trở nên rõ nét.

Khung lý thuyết về thiết kế thể chế cho rằng một sàn giao dịch chỉ có thể vận hành hiệu quả khi các cấu phần cốt lõi được thiết kế đồng bộ, bao gồm: khung pháp lý và giám sát, thanh khoản và cấu trúc thị trường, chuẩn hóa hàng hóa, hạ tầng công nghệ, và quản trị rủi ro vận hành. Các điều kiện này không tồn tại độc lập mà tương tác chặt chẽ, cùng quyết định mức độ tin cậy và hiệu quả của sàn trong dài hạn (BIS & IOSCO, 2012).

2.4.1. Khung pháp lý và giám sát thị trường

Khi tổ chức thị trường, việc xác định phạm vi sản phẩm là bước nền tảng trong thiết kế sàn giao dịch. Một sàn có thể được tổ chức dưới dạng sàn giao ngay (spot market) đối với hàng hóa vật chất, sàn phái sinh (tương lai - futures, quyền chọn - options), hoặc mô hình kết hợp cả hai. Mỗi mô hình kéo theo những yêu cầu khác nhau về mặt thể chế và kỹ thuật. Đối với sàn giao ngay vật chất, trọng tâm thường nằm ở cơ chế lưu ký, giao nhận và kiểm định chất lượng. Ngược lại, đối với sàn phái sinh, các yêu cầu về ký quỹ, bù trừ tập trung và quản trị rủi ro đối tác trở nên nổi bật hơn. Trong trường hợp thị trường được tổ chức với đối tác bù trừ trung tâm (CCP) hoặc cơ chế bù trừ tập trung, các nguyên tắc của PFMI có thể được xem là tham chiếu cốt lõi cho thiết kế thể chế. Sự phân loại rõ ràng này giúp xác định đúng đối tượng điều chỉnh, cơ chế quản trị rủi ro và chuẩn vận hành tương ứng, qua đó tránh tình trạng “lệch chuẩn” khi áp dụng cùng một khung quản lý cho các loại thị trường có bản chất khác nhau.

Một nội dung trung tâm trong lý thuyết về giám sát thị trường là bảo vệ tính toàn vẹn của thị trường (market integrity). Các thị trường tài chính, bao gồm thị trường vàng, có thể đối mặt với các hành vi như thao túng giá, giao dịch nội gián, hoặc tích tụ vị thế quá mức, dẫn đến biến động giá cực đoan và rủi ro hệ thống. Nhiều công cụ giám sát hành vi được phát triển dựa trên lý thuyết cấu trúc vi mô thị trường, bao gồm: (i) Giới hạn vị thế (position limits) nhằm ngăn chặn sự tập trung quyền lực thị trường; (ii) Yêu cầu báo cáo vị thế lớn (large trader reporting) để tăng tính minh bạch; (iii) Cơ chế ngắt mạch (circuit breakers) nhằm tạm thời dừng giao dịch khi biến động vượt ngưỡng; (iv) Chế tài xử lý gian lận và thao túng, nhằm duy trì kỷ luật thị trường. Các công cụ này không nhằm triệt tiêu biến động giá, vốn là tín hiệu thông tin của thị trường, mà nhằm

ngăn chặn biến động mang tính thao túng và bảo đảm rằng quá trình hình thành giá phản ánh cung-cầu thực sự.

2.4.2. Tính thanh khoản và nhà tạo lập thị trường

Trong lý thuyết cấu trúc vi mô thị trường, tính thanh khoản là một trong những tiêu chí cốt lõi phản ánh chất lượng hoạt động của sàn giao dịch. Thanh khoản thường được đo lường thông qua các khía cạnh như độ sâu thị trường (market depth), chênh lệch giá mua-bán (bid-ask spread) và khả năng hấp thụ các lệnh lớn mà không gây biến động giá mạnh.

Nhà tạo lập thị trường (market makers) là các tác nhân đóng vai trò trung gian, liên tục báo giá mua và bán, qua đó cung cấp thanh khoản hai chiều cho thị trường. Vì vậy, sự hiện diện của nhà tạo lập thị trường giúp: (i) thu hẹp chênh lệch giá mua-bán, (ii) giảm chi phí giao dịch cho người tham gia, và (iii) làm mượt quá trình hình thành giá khi nhu cầu biến động đột ngột. Madhavan (2000) nhấn mạnh rằng giá cả quan sát được trên thị trường là kết quả của việc chuyển hóa nhu cầu tiềm ẩn thông qua các quy tắc giao dịch và cấu trúc thanh khoản. Trong bối cảnh này, nhà tạo lập thị trường đóng vai trò then chốt trong việc hấp thụ thông tin mới và phản ánh thông tin đó vào giá một cách liên tục.

Bên cạnh đó, lý thuyết tài chính cho thấy chênh lệch giá mua-bán không chỉ là "khiếm khuyết" của thị trường, mà là hệ quả của chi phí tạo lập thanh khoản, rủi ro tồn kho và bất cân xứng thông tin. Amihud & Mendelson (1986) chứng minh rằng chênh lệch này có liên hệ với lợi suất kỳ vọng của tài sản, qua đó phản ánh chi phí giao dịch trong định giá. Khi thị trường thiếu thanh khoản hoặc thiếu các tác nhân tạo lập thị trường, chênh lệch này có xu hướng mở rộng, giá trở nên nhạy cảm với các lệnh lớn và dễ bị biến động mạnh trong ngắn hạn. Ngược lại, cấu trúc thanh khoản tốt giúp thị trường hấp thụ thông tin hiệu quả hơn và giảm biến động.

2.4.3. Hạ tầng công nghệ, an ninh và khả năng thích ứng vận hành

Trong bối cảnh số hóa, hạ tầng công nghệ được xem là "xương sống" của sàn giao dịch. Khả năng thích ứng vận hành (operational resilience) trong hạ tầng tài chính nhấn mạnh rằng rủi ro vận hành có thể nhanh chóng chuyển hóa thành rủi ro thị trường hoặc rủi ro hệ thống nếu không được quản trị đầy đủ.

Hệ thống khớp lệnh và năng lực mở rộng: Hệ thống công cụ khớp lệnh cần có độ trễ thấp, khả năng xử lý khối lượng lệnh lớn và bảo đảm tiếp cận công bằng cho các thành viên thị trường. Đồng thời, tính toàn vẹn dữ liệu và khả năng kiểm toán sau giao dịch là điều kiện cần để duy trì niềm tin thị trường.

Kế hoạch duy trì hoạt động và phục hồi sau thảm họa: Lý thuyết về quản trị rủi ro vận hành yêu cầu các hạ tầng tài chính phải có kế hoạch duy trì hoạt động kinh doanh (Business Continuity Planning – BCP) và kế hoạch khôi phục sau thảm họa (Disaster Recovery – DR). Các kế hoạch này bao gồm trung tâm dữ liệu dự phòng, quy trình chuyển đổi hệ thống và kiểm thử định kỳ, nhằm bảo đảm sẵn có thể tiếp tục hoạt động hoặc nhanh chóng khôi phục trong trường hợp xảy ra sự cố nghiêm trọng.

An ninh mạng và kiểm soát truy cập: Do sẵn giao dịch là hạ tầng tài chính quan trọng, rủi ro an ninh mạng có thể gây gián đoạn giao dịch, làm mất dữ liệu hoặc xói mòn niềm tin thị trường. Khả năng thích ứng vận hành coi an ninh mạng và kiểm soát truy cập là bộ phận không thể tách rời của quản trị rủi ro vận hành, đặc biệt khi sẵn có liên thông với các hệ thống bù trừ và thanh toán tập trung.

3. Thực trạng hoạt động giao dịch vàng tại Việt Nam

Việt Nam là một trong những thị trường vàng có quy mô đáng kể trong khu vực châu Á, với mức độ tham gia của khu vực hộ gia đình và khu vực tư nhân tương đối cao. Vàng giữ vị trí đặc biệt trong đời sống kinh tế – xã hội Việt Nam, không chỉ với tư cách là tài sản tích trữ truyền thống mà còn gắn với các yếu tố văn hóa, tập quán tiêu dùng và hành vi tiết kiệm của người dân. Do đó, trong nhiều báo cáo thị trường quốc tế, Việt Nam thường được xếp vào nhóm các quốc gia có mức tiêu thụ vàng lớn trên thế giới, cùng với các thị trường châu Á như Trung Quốc và Ấn Độ.

Kể từ khi khung chính sách quản lý thị trường vàng được thiết lập theo hướng tập trung từ năm 2012 và duy trì ổn định cho đến cuối năm 2025, nguồn cung vàng trong nước hầu như không được bổ sung thông qua kênh nhập khẩu chính thức. Trong bối cảnh đó, thị trường vàng Việt Nam về cơ bản không có sự liên thông trực tiếp và đầy đủ với thị trường vàng quốc tế. Tuy nhiên, do vàng là hàng hóa được định giá toàn cầu, biến động của giá vàng thế giới vẫn đóng vai trò tham chiếu quan trọng đối với quá trình hình thành giá vàng trong nước. Các doanh nghiệp kinh doanh vàng trong nước thường điều chỉnh giá mua – bán dựa trên xu hướng và mức biến động của giá vàng quốc tế, mặc dù tồn tại độ trễ và mức chênh lệch đáng kể do các ràng buộc về thể chế và nguồn cung.

3.1. Sự suy giảm của hiện tượng “vàng hóa” nền kinh tế sau Nghị định 24/2012/NĐ-CP

Trong lịch sử kinh tế Việt Nam, vàng từng được người dân sử dụng rộng rãi như một phương tiện tích trữ giá trị trước những biến động của môi trường kinh tế vĩ mô và thể chế. Đặc biệt, trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008–2011, nền

kinh tế trong nước chịu tác động mạnh từ lạm phát cao, bất ổn tỷ giá và suy giảm niềm tin vào đồng nội tệ. Trong bối cảnh đó, vàng nổi lên như một tài sản được ưa chuộng nhằm bảo toàn giá trị tài sản, dẫn tới hiện tượng “vàng hóa” diễn ra tương đối phổ biến. Ở một số thời điểm, vàng thậm chí được sử dụng như một đơn vị quy ước trong các giao dịch tài sản có giá trị lớn, chẳng hạn như bất động sản.

Nhằm khôi phục trật tự thị trường tiền tệ và giảm thiểu vai trò của vàng trong lưu thông và tích trữ thay thế tiền đồng, Chính phủ đã ban hành Nghị định 24/2012/NĐ-CP ngày 03/04/2012 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Nghị định này đánh dấu bước ngoặt quan trọng trong chính sách quản lý thị trường vàng tại Việt Nam, với trọng tâm là việc Nhà nước nắm quyền kiểm soát đối với hoạt động sản xuất vàng miếng thông qua thương hiệu SJC, đồng thời hạn chế vai trò của khu vực tư nhân trong khâu sản xuất. Các doanh nghiệp tư nhân chỉ được phép tham gia kinh doanh vàng miếng SJC với tư cách là đại lý, trên cơ sở được Ngân hàng Nhà nước cấp phép. Về tổng thể, khung chính sách này đã góp phần đáng kể trong việc hạn chế hiện tượng “vàng hóa” nền kinh tế, giảm vai trò của vàng như một phương tiện thanh toán thay thế và củng cố vị thế của đồng nội tệ trong hệ thống tiền tệ quốc gia.

Theo các báo cáo của Hội đồng Vàng Thế giới - WGC (2025), Việt Nam vẫn duy trì mức tiêu thụ vàng cao trong khu vực, với sản lượng tiêu thụ bình quân hàng năm ước khoảng 55 tấn, đứng đầu khu vực Đông Nam Á. Tuy nhiên, cấu trúc cầu vàng tại Việt Nam có đặc điểm khác biệt so với nhiều thị trường phát triển, trong đó cầu vàng đầu tư và tích trữ chiếm tỷ trọng lớn, trong khi cầu vàng trang sức có xu hướng biến động mạnh theo giá vàng và chu kỳ kinh tế. Trong những giai đoạn giá vàng tăng cao, nhu cầu vàng trang sức tại Việt Nam thường suy giảm đáng kể, phản ánh mức độ nhạy cảm của cầu tiêu dùng đối với biến động giá. Trong quý 3/2025, nhu cầu vàng trang sức tại Việt Nam giảm 9% so với quý trước và giảm 15% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân chính của hiện tượng này, một phần do những biến động bất ổn của tình hình địa chính trị khiến giá vàng thế giới tăng mạnh. Bên cạnh yếu tố giá, nhu cầu vàng tại Việt Nam còn chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố văn hóa – xã hội, như tập quán sử dụng vàng trong các nghi lễ cưới hỏi và thói quen tiết kiệm truyền thống.

3.2. Hiện tượng chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới

Bên cạnh những tác động tích cực trong việc ổn định thị trường tiền tệ và hạn chế vàng hóa, mô hình quản lý tập trung đối với vàng miếng, đặc biệt là việc độc quyền sản xuất vàng miếng mang thương hiệu SJC, đã phát sinh một số hệ quả ngoài mong muốn. Việc hạn chế nguồn cung vàng miếng, trong khi không cho phép nhập khẩu vàng chính thức trong thời gian dài, đã làm gia tăng tình trạng khan hiếm tương đối

trên thị trường vàng miếng trong nước. Trong bối cảnh đó, vàng SJC dần được người tiêu dùng và nhà đầu tư gán cho vai trò như một loại “chuẩn mực” trên thị trường vàng nội địa. Mặc dù về mặt kỹ thuật, vàng SJC và vàng nhẫn của các doanh nghiệp tư nhân đều có hàm lượng tương đương (vàng 999.9), nhưng giá vàng SJC thường xuyên cao hơn đáng kể so với các loại vàng khác. Hiện tượng này phản ánh yếu tố thương hiệu và niềm tin thể chế, khi vàng SJC được xem là loại vàng có mức độ bảo chứng cao hơn do gắn với vai trò quản lý của Nhà nước.

Việc thiếu vắng kênh nhập khẩu chính thức trong thời gian dài, kết hợp với sự hạn chế về số lượng vàng miếng lưu thông, đã tạo ra trạng thái khan hiếm kép, dẫn tới mức chênh lệch đáng kể giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới. Ở một số thời điểm, mức chênh lệch này lên tới hàng chục triệu đồng mỗi lượng. Thời điểm đỉnh điểm, giá vàng SJC trong nước đã chênh lệch với giá vàng thế giới hơn 23 triệu đồng/lượng (tháng 10 năm 2025). Khoảng cách giá lớn đã tạo động cơ cho các hoạt động giao dịch phi chính thức và buôn lậu vàng qua biên giới, gây ra những hệ lụy tiêu cực đối với công tác quản lý thị trường, thu thập số liệu và nguồn thu ngân sách từ thuế.

Ngoài ra, cơ chế định giá xoay quanh vàng SJC cũng làm giảm tính linh hoạt của thị trường vàng trong nước. Mặc dù Ngân hàng Nhà nước đã triển khai nhiều biện pháp điều tiết, bao gồm bán vàng trực tiếp ra thị trường thông qua hệ thống ngân hàng hoặc tổ chức các phiên đấu giá vàng, song hiệu quả trong việc thu hẹp chênh lệch giá và ổn định kỳ vọng thị trường còn hạn chế. Thực tế cho thấy, trong một số giai đoạn, các biện pháp can thiệp ngắn hạn thậm chí đi kèm với biến động giá lớn hơn, phản ánh nhu cầu tích trữ vàng có mức độ bảo chứng cao của người dân vẫn ở mức cao.

Trong khoảng thời gian từ khi các thông tin liên quan đến việc rà soát và sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP cho đến khi Nghị định 232/2025/NĐ-CP chính thức có hiệu lực, giá vàng SJC có xu hướng điều chỉnh giảm và thu hẹp khoảng cách so với giá vàng nhẫn trong nước. Tuy nhiên, tình trạng khan hiếm nguồn cung vàng SJC tại một số thời điểm vẫn tiếp diễn, cho thấy những hạn chế mang tính cấu trúc của thị trường vàng trong nước chưa được giải quyết triệt để.

4. Động cơ thúc đẩy thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam

Việc xem xét thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam cần được đặt trong bối cảnh tổng thể của quá trình điều hành và cải cách thị trường vàng sau hơn một thập kỷ thực thi Nghị định 24/2012/NĐ-CP. Thực tiễn cho thấy, mặc dù khung chính sách quản lý tập trung đã đạt được những kết quả nhất định trong việc ổn định thị trường

tiền tệ và hạn chế hiện tượng “vàng hóa” nền kinh tế, song cũng bộc lộ nhiều hạn chế mang tính cấu trúc, đặc biệt liên quan đến nguồn cung, cơ chế hình thành giá, mức độ minh bạch và hiệu quả phân bổ nguồn lực. Trong Thông báo số 211-TB/VPTW ngày 30/5/2025 về cơ chế, chính sách quản lý hiệu quả thị trường vàng, lãnh đạo cấp cao đã xác định một hệ thống các nhiệm vụ và giải pháp trọng tâm nhằm tiếp tục hoàn thiện thể chế thị trường vàng trong giai đoạn mới. Trong số đó, một số định hướng có thể được phân tích như những động cơ kinh tế – thể chế thúc đẩy việc nghiên cứu và hình thành mô hình sàn giao dịch vàng tập trung tại Việt Nam.

4.1. Đa dạng hóa nguồn cung và ổn định cơ chế hình thành giá vàng

Một trong những động cơ quan trọng thúc đẩy việc nghiên cứu thành lập sàn giao dịch vàng là yêu cầu đa dạng hóa nguồn cung và từng bước khắc phục sự phụ thuộc của thị trường vào một thương hiệu vàng miếng duy nhất. Trong thời gian dài, cơ chế độc quyền sản xuất vàng miếng đã khiến thị trường vàng trong nước hình thành một cấu trúc cung mang tính tập trung cao, trong đó một loại vàng cụ thể giữ vai trò chi phối trong việc định hướng giá cả. Cấu trúc này làm hạn chế mức độ cạnh tranh giữa các chủ thể tham gia thị trường và khiến quá trình hình thành giá dễ chịu tác động bởi các yếu tố mang tính thể chế hoặc tâm lý, thay vì phản ánh đầy đủ quan hệ cung – cầu và chất lượng hàng hóa.

Từ góc độ kinh tế học thị trường, khi nguồn cung thiếu đa dạng và khả năng thay thế giữa các loại hàng hóa bị hạn chế, hiệu quả phân bổ nguồn lực có xu hướng suy giảm. Giá cả trong trường hợp này không chỉ phản ánh giá trị nội tại của hàng hóa mà còn bị “neo” bởi các yếu tố ngoài thị trường, chẳng hạn như yếu tố thương hiệu, tính khan hiếm do thể chế tạo ra, hoặc kỳ vọng tâm lý của người tiêu dùng. Trong bối cảnh đó, việc giảm dần vai trò “độc tôn” của một thương hiệu vàng miếng được xem là điều kiện cần thiết để thị trường vận hành theo cơ chế cạnh tranh hơn, trong đó giá cả phản ánh sát hơn trạng thái cung – cầu thực tế và sự khác biệt về chất lượng giữa các loại vàng đạt chuẩn.

Sự xuất hiện của một sàn giao dịch vàng tập trung có thể được nhìn nhận như một cấu trúc thể chế mới, cho phép nhiều loại vàng đáp ứng tiêu chuẩn kỹ thuật cùng tham gia giao dịch trong một không gian chung. Thông qua cơ chế niêm yết giá thống nhất, công khai và dựa trên giao dịch thực tế, sàn giao dịch tạo điều kiện để quá trình hình thành giá được thực hiện trên cơ sở cạnh tranh giữa các chủ thể và các loại hàng hóa đạt chuẩn, thay vì phụ thuộc quá mức vào một nhãn hiệu cụ thể. Về mặt lý thuyết, điều này góp phần nâng cao chức năng phát hiện giá của thị trường, đồng thời tạo

nền tảng cho sự ổn định giá vàng theo hướng phản ánh tốt hơn các yếu tố cơ bản của thị trường.

4.2. Thu hẹp chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế, hạn chế động cơ buôn lậu

Chênh lệch kéo dài giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới là một trong những vấn đề nổi bật của thị trường vàng Việt Nam trong nhiều năm qua. Khoảng cách giá lớn không chỉ làm méo mó tín hiệu thị trường mà còn tạo ra động cơ kinh tế cho các hoạt động giao dịch phi chính thức, trong đó buôn lậu vàng qua biên giới là hệ quả điển hình. Tình trạng này không những gây thất thu cho ngân sách nhà nước mà còn làm gia tăng rủi ro đối với công tác quản lý thị trường và ổn định tài chính.

Từ góc độ lý thuyết, khi một thị trường bị hạn chế về nguồn cung chính thức và thiếu các cơ chế giao dịch minh bạch, giá nội địa có xu hướng tách rời khỏi giá tham chiếu quốc tế. Sự tách rời này phản ánh những khiếm khuyết trong cấu trúc thị trường, đặc biệt là sự thiếu vắng của một không gian giao dịch tập trung, nơi thông tin về giá cả và khối lượng được hình thành và công bố một cách công khai. Trong điều kiện đó, chênh lệch giá không chỉ là kết quả của chi phí giao dịch hay thuế phí, mà còn phản ánh mức độ bất cân xứng thông tin và tính khan hiếm mang tính thể chế của hàng hóa.

Việc thiết lập một sàn giao dịch vàng với cơ chế niêm yết giá công khai, liên tục và dựa trên giao dịch thực tế được kỳ vọng sẽ cải thiện chức năng phát hiện giá (price discovery) của thị trường. Khi thông tin về giá và khối lượng được tập trung và công bố minh bạch, mức độ bất cân xứng thông tin giữa các tác nhân thị trường giảm xuống, đồng thời thanh khoản được cải thiện. Sự gia tăng thanh khoản và tính minh bạch này giúp làm giảm hiện tượng “khan hiếm giả tạo”, qua đó tạo điều kiện để giá vàng trong nước tiệm cận hơn với giá vàng quốc tế.

Trong điều kiện chênh lệch giá được thu hẹp, lợi ích kinh tế của các hoạt động buôn lậu sẽ suy giảm đáng kể, do chi phí và rủi ro không còn được bù đắp bởi mức chênh lệch giá cao như trước. Theo nghĩa này, việc hình thành sàn giao dịch vàng không chỉ mang ý nghĩa tổ chức lại thị trường trong nước theo hướng minh bạch và hiệu quả hơn, mà còn góp phần xử lý các hệ quả tiêu cực phát sinh từ sự tách rời kéo dài giữa thị trường vàng nội địa và thị trường vàng quốc tế.

4.3. Khuyến khích phát triển thị trường vàng trang sức trong nước và chuyển hóa vàng tích trữ thành sản phẩm có giá trị gia tăng

Thị trường vàng trang sức có đặc điểm và logic vận hành khác biệt rõ rệt so với vàng tích trữ hoặc vàng đầu tư. Trong khi vàng đầu tư chủ yếu được nắm giữ với mục tiêu bảo toàn giá trị và phòng ngừa rủi ro, thì trong lĩnh vực trang sức, vàng được sử

dụng như một loại nguyên liệu đầu vào cho ngành sản xuất hàng tiêu dùng, gắn với các khâu chế tác, thiết kế, thương mại và xuất khẩu. Do đó, phát triển thị trường vàng trang sức không chỉ mở rộng một cấu phần cầu vàng, mà còn tạo điều kiện hình thành và mở rộng chuỗi giá trị trong nước, qua đó nâng cao giá trị gia tăng của vàng trong nền kinh tế.

Thực tiễn quốc tế cho thấy nhiều quốc gia như Ý, Thụy Sĩ (Châu Âu) và Trung Quốc, Hàn Quốc (Châu Á).. đã lựa chọn ngành kim hoàn – trang sức như một lĩnh vực mũi nhọn dựa trên lợi thế về tay nghề, tiêu chuẩn chất lượng và khả năng tổ chức thị trường. Các trung tâm chế tác trang sức lớn trên thế giới không chỉ dựa vào kỹ năng thủ công, mà còn được hỗ trợ bởi hệ thống chuẩn hóa nguyên liệu, cơ chế kiểm định chặt chẽ và khả năng truy xuất nguồn gốc rõ ràng. Việt Nam là quốc gia có truyền thống lâu đời trong lĩnh vực kim hoàn, sở hữu lực lượng lao động có tay nghề tinh xảo và nhiều làng nghề hình thành từ hàng trăm năm trước. Trong bối cảnh đó, mục tiêu phát triển ngành trang sức theo hướng trở thành trung tâm chế tác và xuất khẩu sản phẩm vàng trang sức chất lượng cao được xem là một định hướng có tính khả thi và triển vọng dài hạn, đồng thời là một trong những động lực quan trọng thúc đẩy việc hình thành sàn giao dịch vàng quốc gia.

Một trong những khó khăn lớn nhất của ngành kim hoàn – trang sức hiện nay nằm ở vấn đề nguyên liệu đầu vào. Sự hạn chế không chỉ thể hiện ở số lượng vàng nguyên liệu, mà còn ở chất lượng, tính đồng nhất và độ tin cậy của nguồn cung. Đối với sản xuất trang sức, đặc biệt là sản xuất phục vụ xuất khẩu, yêu cầu về hàm lượng vàng, độ tinh khiết, quy cách và hồ sơ kiểm định thường khắt khe hơn nhiều so với giao dịch bán lẻ trong nước. Khi nguồn nguyên liệu không ổn định hoặc thiếu chuẩn hóa, chi phí sản xuất gia tăng và khả năng mở rộng quy mô của doanh nghiệp bị hạn chế. Trong bối cảnh đó, một sàn giao dịch vàng vật chất tập trung, nếu được thiết kế gắn với cơ chế kiểm định, lưu ký và giao nhận thống nhất, có thể đóng vai trò như một “chuẩn chất lượng” trong phạm vi quốc gia đối với vàng nguyên liệu. Mọi loại vàng được đưa vào giao dịch trên sàn, dù có nguồn gốc từ nhập khẩu hay từ thị trường trong nước, đều phải đáp ứng các tiêu chí kỹ thuật thống nhất. Điều này giúp hình thành một mặt bằng chất lượng chung cho thị trường nguyên liệu, qua đó giảm chi phí kiểm định lặp lại, hạn chế tranh chấp về chất lượng và nâng cao mức độ tin cậy trong giao dịch giữa các chủ thể.

Xét về tiêu chuẩn kỹ thuật, trong khi vàng miếng 999.9 hiện được sử dụng phổ biến tại Việt Nam như một chuẩn mang tính nội địa, thì trên thị trường quốc tế tồn tại các hệ chuẩn được thừa nhận rộng rãi hơn, gắn với quy cách thói, dấu nhận diện và quy trình kiểm định như LBMA. Việc tham chiếu hoặc tiệm cận các chuẩn quốc tế trong

thiết kế sàn giao dịch vàng không chỉ giúp giảm tính “địa phương” của chuẩn kỹ thuật, mà còn tạo điều kiện thuận lợi cho việc kết nối với chuỗi cung ứng vàng khu vực và toàn cầu, đặc biệt trong lĩnh vực xuất khẩu trang sức. Từ góc nhìn của các chuyên gia kinh tế, ngành vàng trang sức Việt Nam được đánh giá là có tiềm năng phát triển đáng kể, song hiện vẫn bị kìm hãm bởi chi phí nguyên liệu cao và quy mô sản xuất còn phân tán. Việc tổ chức lại thị trường nguyên liệu thông qua sàn giao dịch vàng, đặc biệt nếu có thể thiết kế các phân khu hoặc cơ chế giao dịch chuyên biệt cho vàng nguyên liệu phục vụ sản xuất, được xem là một giải pháp có thể góp phần tháo gỡ các nút thắt này. Khi doanh nghiệp chế tác tiếp cận được nguồn vàng đạt chuẩn với chi phí hợp lý hơn, khả năng mở rộng sản xuất, nâng cao năng suất và tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng khu vực sẽ được cải thiện.

Dù lựa chọn hệ tiêu chuẩn kỹ thuật nào, việc đưa vàng nguyên liệu vào giao dịch trên sàn tập trung được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích kinh tế rõ rệt cho ngành kim hoàn – trang sức. Nguồn nguyên liệu không chỉ trở nên dồi dào hơn về số lượng mà còn được đảm bảo về chất lượng và tính đồng nhất. Đồng thời, chi phí sản xuất có thể được giảm bớt nhờ tiết kiệm các chi phí tìm kiếm nguồn cung, kiểm định đầu vào, giám sát chất lượng và xử lý tồn kho. Qua đó, năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trang sức trong nước được nâng cao, tạo nền tảng cho quá trình chuyển hóa vàng tích trữ thành các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn trong nền kinh tế.

4.4. Phát triển các kênh đầu tư dựa trên vàng và huy động nguồn lực vàng trong dân cư

Trong giai đoạn mới của chính sách quản lý thị trường vàng, mục tiêu hạn chế hiện tượng “vàng hóa” nền kinh tế vẫn giữ nguyên giá trị, song cách tiếp cận đang dịch chuyển từ quản lý hành chính tập trung sang thiết kế các cơ chế thị trường hiệu quả hơn. Theo hướng này, việc thành lập sàn giao dịch vàng được xem là một giải pháp thể chế quan trọng nhằm tạo ra các kênh đầu tư dựa trên vàng có tính tổ chức, minh bạch và chi phí giao dịch thấp, đồng thời khai thác hiệu quả hơn nguồn lực vàng đang tồn tại trong khu vực dân cư. Thực tế cho thấy một lượng đáng kể vàng trong nền kinh tế hiện được nắm giữ dưới dạng tích trữ vật chất với mục tiêu bảo toàn giá trị. Dưới góc độ kinh tế học, hình thức tích trữ này làm phát sinh chi phí cơ hội đối với nền kinh tế do vàng không tham gia vào lưu thông và trung gian tài chính. Việc phát triển các kênh đầu tư tài chính dựa trên vàng cho phép chuyển hóa một phần vàng từ trạng thái tích trữ thụ động sang trạng thái tài sản tài chính có tính lưu động cao hơn, qua đó góp phần giảm áp lực vàng hóa và cải thiện hiệu quả phân bổ nguồn lực.

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy các sàn giao dịch vàng hiện đại không chỉ là nơi giao dịch vàng vật chất mà còn là nền tảng để phát triển các sản phẩm đầu tư đa dạng gắn với vàng, bao gồm cả thị trường cơ sở và phái sinh. Thông qua hệ thống giao dịch, lưu ký và bù trừ tập trung, nhà đầu tư có thể tiếp cận giá trị của vàng mà không nhất thiết phải nắm giữ và bảo quản vàng vật chất. Về mặt lý thuyết, khi các kênh đầu tư tài chính dựa trên vàng phát triển, chức năng đầu tư và phòng ngừa rủi ro của vàng được thực hiện chủ yếu thông qua các công cụ thị trường, trong khi nhu cầu tích trữ vàng vật chất thuần túy có xu hướng giảm.

Sự dịch chuyển này góp phần làm rõ ranh giới giữa cầu vàng đầu tư và cầu vàng phục vụ sản xuất – tiêu dùng, giúp thị trường vàng vận hành hiệu quả hơn và hạn chế các biến động mang tính đầu cơ. Đồng thời, việc tập trung hóa giao dịch trên sàn còn tạo điều kiện để cơ quan quản lý nâng cao năng lực giám sát, thu thập dữ liệu thị trường và đánh giá mức độ liên thông giữa thị trường vàng với các thị trường tài chính khác, qua đó hỗ trợ công tác điều hành chính sách tiền tệ và ổn định kinh tế vĩ mô.

4.5. Góp phần ổn định kinh tế vĩ mô và củng cố niềm tin vào đồng tiền Việt Nam

Ổn định kinh tế vĩ mô và duy trì niềm tin vào đồng nội tệ là mục tiêu xuyên suốt của chính sách tiền tệ và tài chính quốc gia, có ý nghĩa nền tảng đối với tăng trưởng bền vững và an ninh kinh tế. Trong bối cảnh đó, vai trò của vàng cần được đặt trong một cấu trúc thị trường minh bạch, có khả năng giám sát và điều tiết, thay vì để vàng vận hành chủ yếu thông qua các kênh giao dịch phi chính thức hoặc phân tán. Việc tổ chức lại thị trường vàng theo hướng tập trung và có chuẩn mực được xem là một bước đi cần thiết nhằm giảm thiểu các rủi ro lan tỏa từ thị trường vàng sang các khu vực khác của nền kinh tế.

Từ góc độ lý thuyết kinh tế – tài chính, khi giao dịch vàng được tổ chức tập trung trên sàn, thông tin về giá cả, khối lượng và trạng thái thị trường trở nên minh bạch và thống nhất hơn. Thanh khoản được cải thiện giúp các cú sốc tâm lý và các biến động ngắn hạn có xu hướng được hấp thụ tốt hơn thông qua cơ chế giao dịch thị trường, thay vì phản ứng dây chuyền mang tính đầu cơ hoặc tích trữ phòng vệ. Nhờ đó, khả năng lan truyền biến động từ thị trường vàng sang các thị trường khác, đặc biệt là thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ, có thể được hạn chế, tạo điều kiện thuận lợi cho công tác điều hành chính sách vĩ mô.

Theo nhận định của một số chuyên gia kinh tế, việc hình thành một sàn giao dịch vàng hiện đại tại Việt Nam không chỉ có ý nghĩa đối với sự phát triển của riêng thị trường vàng, mà còn đóng vai trò như một công cụ hỗ trợ quan trọng cho điều hành

kinh tế vĩ mô. Khi các giao dịch vàng được tập trung trên sàn, cơ quan quản lý có điều kiện tiếp cận thông tin thị trường một cách kịp thời và đầy đủ hơn, từ đó nâng cao khả năng dự báo, giám sát và phản ứng chính sách. Việc minh bạch hóa thông tin và cải thiện thanh khoản trên thị trường vàng được cho là góp phần giảm thiểu các cú sốc tâm lý và hạn chế tác động lan truyền từ biến động giá vàng sang các biến số vĩ mô quan trọng như tỷ giá và lãi suất.

Bên cạnh đó, việc chuyển dịch từ hành vi mua vàng để “cất giữ” sang giao dịch vàng thông qua sàn với tính thanh khoản cao còn có ý nghĩa về mặt cấu trúc tiền tệ. Khi giá vàng được niêm yết công khai, cập nhật liên tục và phản ánh rõ ràng các biến động của thị trường, việc sử dụng vàng như một đơn vị định giá ổn định trong các giao dịch kinh tế trở nên kém thuận tiện hơn. Theo nghĩa này, vai trò của vàng như một dạng “tiền tệ thay thế” có xu hướng suy giảm, trong khi vai trò trung tâm của đồng nội tệ trong hệ thống thanh toán và định giá được củng cố. Qua đó, sàn giao dịch vàng không chỉ góp phần tổ chức lại thị trường vàng, mà còn hỗ trợ mục tiêu lâu dài là tăng cường niềm tin vào đồng tiền Việt Nam và nâng cao hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ.

4.6. Tăng cường tính minh bạch, khả năng quản lý và cơ sở dữ liệu cho điều hành chính sách

Một động cơ quan trọng khác của việc thành lập sàn giao dịch vàng là yêu cầu nâng cao mức độ công khai, minh bạch và khả năng đo lường của thị trường vàng. Trong các thị trường giao dịch phi tập trung, thông tin về giá cả, khối lượng và quy mô giao dịch thường phân tán giữa nhiều chủ thể và kênh giao dịch khác nhau, dẫn đến tình trạng thiếu đồng bộ và khó kiểm chứng. Sự phân mảnh thông tin này làm gia tăng bất cân xứng thông tin giữa các tác nhân thị trường, đồng thời gây khó khăn cho cơ quan quản lý trong việc giám sát, đánh giá mức độ rủi ro và xác định các tác động lan tỏa của thị trường vàng sang các thị trường tài chính khác.

Về mặt thể chế, sàn giao dịch vàng tập trung tạo điều kiện để hình thành một hệ thống dữ liệu thống nhất và có tính chuẩn hóa cao, phản ánh tương đối đầy đủ quy mô, cơ cấu và đặc điểm vận hành của thị trường vàng. Khi các giao dịch được thực hiện và ghi nhận trên sàn theo những quy tắc thống nhất, dữ liệu về giá, khối lượng, tần suất giao dịch và trạng thái thị trường được cập nhật liên tục, qua đó cung cấp một bức tranh toàn diện hơn về diễn biến thị trường. Điều này cho phép cơ quan quản lý tiếp cận thông tin kịp thời, có cơ sở định lượng rõ ràng để theo dõi xu hướng, nhận diện các dấu hiệu bất thường và đánh giá tác động của thị trường vàng đối với các biến số vĩ mô như tỷ giá, lãi suất và dòng vốn trên các kênh đầu tư khác.

Bên cạnh đó, việc tập trung hóa giao dịch còn tạo điều kiện thuận lợi cho công tác quản lý thuế và kiểm soát các hoạt động kinh tế ngầm liên quan đến vàng. Khi giao dịch được thực hiện trong khuôn khổ chính thức với hệ thống ghi nhận rõ ràng, khả năng thất thu thuế và các hành vi gian lận có thể được hạn chế, đồng thời góp phần nâng cao tính tuân thủ và kỷ luật thị trường. Dữ liệu thu thập được từ sàn cũng có thể được sử dụng để phục vụ công tác thống kê, nghiên cứu và hoạch định chính sách, thay vì phụ thuộc vào các ước tính gián tiếp hoặc nguồn thông tin không đầy đủ như trước đây.

Theo hướng tiếp cận quản trị hiện đại, việc chuyển từ mô hình “siết để kiểm soát” sang “mở để quản trị” đòi hỏi sự hỗ trợ của các thiết chế thị trường minh bạch, vận hành theo chuẩn mực và có khả năng cung cấp dữ liệu đáng tin cậy. Trong bối cảnh đó, sàn giao dịch vàng được xem là một cấu phần thể chế quan trọng, giúp Nhà nước thực hiện chức năng quản lý thị trường dựa trên thông tin và tín hiệu thị trường, thay vì dựa chủ yếu vào các biện pháp hành chính thuần túy. Qua đó, năng lực điều hành chính sách được nâng cao theo hướng chủ động, linh hoạt và phù hợp hơn với bối cảnh phát triển của thị trường tài chính hiện đại.

5. Cơ hội và thách thức khi thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam

Trong bối cảnh địa chính trị và kinh tế toàn cầu có nhiều biến động sâu sắc kể từ giai đoạn 2023 đến nay, thị trường vàng thế giới đã trải qua những thay đổi mang tính cấu trúc, phản ánh sự dịch chuyển trong nhận thức về rủi ro, an toàn tài sản và vai trò của vàng trong hệ thống tài chính quốc tế. Những biến động này không chỉ tạo ra các cơ hội mới cho thị trường vàng toàn cầu, mà đồng thời cũng đặt ra những thách thức đáng kể đối với các quốc gia có thị trường vàng trong nước chưa được tổ chức theo cơ chế giao dịch tập trung và minh bạch. Đối với Việt Nam, việc xem xét thành lập sàn giao dịch vàng cần được đặt trong mối liên hệ giữa bối cảnh chung của thị trường vàng thế giới và các đặc thù nội tại của thị trường trong nước cũng như động cơ chính sách và điều kiện thực tiễn triển khai. Trên cơ sở đó, việc thành lập sàn giao dịch vàng không chỉ nhằm tận dụng các cơ hội từ xu hướng thị trường mới, mà còn phải đối diện và giải quyết những vấn đề mang tính căn cơ về thể chế, hạ tầng và hành vi thị trường, nhằm bảo đảm quá trình chuyển đổi diễn ra thận trọng và hiệu quả. Vì vậy, các cơ hội và thách thức khi thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam được phân tích dựa trên cơ sở kết hợp phân tích lý thuyết, bối cảnh thị trường và kết quả phỏng vấn sâu các chuyên gia có kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh tế, tài chính và thị trường vàng.

Phương pháp phỏng vấn sâu chuyên gia

Để hỗ trợ cho phân tích định tính, nghiên cứu sử dụng phương pháp phỏng vấn sâu bán cấu trúc với nhóm chuyên gia có kinh nghiệm trực tiếp trong lĩnh vực vàng, tài chính và chính sách kinh tế. Các cuộc phỏng vấn tập trung vào việc thu thập nhận định về (i) bối cảnh thị trường vàng hiện nay; (ii) cơ hội và rủi ro khi thành lập sàn giao dịch vàng; và (iii) các điều kiện cần thiết để sàn vận hành hiệu quả trong bối cảnh Việt Nam. Nhóm chuyên gia được tiếp cận bao gồm các nhà kinh tế, đại diện hiệp hội ngành vàng, doanh nghiệp kinh doanh vàng, chuyên gia thị trường kim loại quý trong và ngoài nước, cũng như các nhà quan sát chính sách. Các trích dẫn được sử dụng trong phần này là các phát biểu trực tiếp, được chọn lọc và lồng ghép vào mạch phân tích nhằm minh họa cho các luận điểm chính, đồng thời phản ánh những quan điểm đang tồn tại trong giới chuyên môn.

5.1. Cơ hội cho sàn giao dịch vàng tại Việt Nam

5.1.1. Bối cảnh thị trường vàng thế giới ủng hộ việc hình thành sàn giao dịch vàng

Sự gia tăng mạnh của giá vàng trong giai đoạn từ năm 2023 đến nay đã tác động sâu rộng đến toàn bộ nền kinh tế thế giới. Giá vàng một lần nữa được xem như một chỉ báo quan trọng phản ánh mức độ bất định kinh tế, rủi ro địa chính trị và kỳ vọng của thị trường đối với chính sách tiền tệ toàn cầu. Song song với đó, sự quan tâm đối với vàng không chỉ gia tăng trong khu vực dân cư mà còn thể hiện rõ trong chiến lược dự trữ của nhiều ngân hàng trung ương. Trong giai đoạn này, sự phân hóa trong quan điểm của các ngân hàng trung ương đối với hoạt động mua vào hoặc bán ra vàng cho thấy vai trò ngày càng quan trọng của vàng trong dự trữ ngoại hối và trong việc củng cố niềm tin đối với đồng nội tệ. Một chuyên gia trong lĩnh vực vàng nhận định rằng *"việc các ngân hàng trung ương quay trở lại mua ròng vàng phản ánh nhu cầu gia tăng mức độ an toàn của dự trữ trong bối cảnh trật tự tài chính toàn cầu đang thay đổi"*.

Trong bối cảnh đó, sàn giao dịch vàng được nhìn nhận như một thiết chế đóng vai trò "cổng kết nối" giữa thị trường trong nước và thị trường vàng thế giới. Thông qua sàn giao dịch, việc liên thông có hệ thống, minh bạch và nhất quán với thị trường quốc tế trở thành điều kiện quan trọng để tổ chức giao dịch hiệu quả và tiệm cận với các chuẩn mực vận hành phổ biến trên thế giới. Một số chuyên gia cho rằng *"nếu không có một thiết chế giao dịch tập trung, thị trường vàng trong nước sẽ rất khó tận dụng được những tín hiệu và cơ hội từ thị trường quốc tế"*, đồng thời khó tạo được sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài trong trung hạn.

5.1.2. Chủ trương và chính sách trong nước tạo dư địa thuận lợi cho sàn giao dịch vàng

Việc xem xét thành lập sàn giao dịch vàng quốc gia tại Việt Nam được đặt trên nền tảng chỉ đạo nhất quán và quyết liệt từ cấp lãnh đạo cao nhất của hệ thống chính trị. Trong Thông báo kết luận số 211-TB/VPTW ngày 30/5/2025, Bộ Chính trị đã nêu rõ yêu cầu “*tập trung nghiên cứu một số giải pháp để sớm áp dụng theo lộ trình*”, trong đó bao gồm việc nghiên cứu, tham khảo kinh nghiệm quốc tế nhằm đề xuất triển khai Sở giao dịch vàng quốc gia, hoặc cho phép vàng được đưa vào giao dịch trên Sở giao dịch hàng hóa, hoặc hình thành sàn giao dịch vàng trong trung tâm tài chính quốc tế tại Việt Nam. Định hướng này cho thấy việc tổ chức lại thị trường vàng theo mô hình giao dịch tập trung đã được xác định như một nội dung quan trọng trong chiến lược hoàn thiện thể chế thị trường tài chính.

Trên cơ sở chỉ đạo đó, các cơ quan thuộc Chính phủ đã nhanh chóng phát đi những tín hiệu chính sách cụ thể nhằm chuẩn bị cho quá trình triển khai. Văn bản số 300/TB-VPCP ngày 11/6/2025 thông báo kết luận về tình hình và công tác quản lý thị trường vàng đã giao Ngân hàng Nhà nước Việt Nam nghiên cứu việc thành lập các sàn hoặc sở giao dịch vàng tập trung, đồng thời yêu cầu xác định rõ cơ chế quản lý nhà nước đối với hoạt động kinh doanh vàng theo hướng vừa tạo điều kiện thuận lợi cho người dân tham gia giao dịch, vừa bảo đảm hiệu lực và hiệu quả quản lý. Cách tiếp cận này phản ánh sự chuyển dịch từ mô hình kiểm soát hành chính thuần túy sang mô hình quản trị thị trường dựa trên thiết kế thể chế và công cụ giám sát phù hợp.

Bước đi mang tính cụ thể và có ý nghĩa nhất trong giai đoạn gần đây là việc ban hành 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 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Nghị định 232 đã cụ thể hóa chủ trương đổi mới quản lý thị trường vàng thông qua việc bãi bỏ cơ chế độc quyền vàng miếng, cho phép tổ chức kinh tế tư nhân tham gia sản xuất vàng miếng, nhập khẩu vàng nguyên liệu, đồng thời mở rộng không gian phát triển cho ngành vàng trang sức trong nước. Đây được xem là một sự điều chỉnh quan trọng, thể hiện thay đổi căn bản trong tư duy điều hành thị trường vàng theo hướng thị trường hóa có kiểm soát.

Mặc dù vẫn thể hiện sự thận trọng thông qua việc giới hạn đối tượng tham gia, duy trì cơ chế cấp phép và áp dụng hạn ngạch nhập khẩu theo từng giai đoạn, Nghị định 232/2025/NĐ-CP vẫn được đánh giá là một cột mốc chính sách quan trọng, tạo nền tảng pháp lý ban đầu cho việc hình thành và vận hành sàn giao dịch vàng trong tương lai. Việc Nhà nước giữ vai trò chủ động trong cấp phép và giám sát được xem là cần thiết trong bối cảnh vàng là loại tài sản có mức độ nhạy cảm cao đối với ổn định

kinh tế vĩ mô. Các bước đi này được nhiều chuyên gia đánh giá là *"một thay đổi căn bản về tư duy điều hành, chuyển từ kiểm soát bằng mệnh lệnh hành chính sang quản trị bằng thể chế"*. Một chuyên gia chính sách nhận định rằng *"sự rõ ràng trong định hướng của Nhà nước là tín hiệu quan trọng nhất để thị trường hình thành kỳ vọng ổn định; khi kỳ vọng đã được thiết lập, việc triển khai sàn giao dịch vàng sẽ có nền tảng thuận lợi hơn"*. Quan điểm này cho thấy, chính sách không chỉ đóng vai trò cho phép, mà còn là yếu tố định hình niềm tin và hành vi của các chủ thể thị trường.

5.1.3. Tiềm năng phát triển của ngành vàng trang sức Việt Nam như nền tảng hỗ trợ cho sự hình thành sàn giao dịch vàng

Ngành vàng trang sức Việt Nam được đánh giá là lĩnh vực có tiềm năng phát triển đáng kể, xét cả về truyền thống sản xuất lâu đời lẫn khả năng mở rộng theo hướng hiện đại hóa và hội nhập quốc tế. Việt Nam sở hữu lực lượng lao động có tay nghề cao trong lĩnh vực kim hoàn, cùng với nhiều doanh nghiệp đã chủ động đầu tư vào máy móc, công nghệ và thiết kế sản phẩm trong những năm gần đây. Tuy nhiên, quá trình phát triển của ngành vẫn đang đối mặt với những điểm nghẽn mang tính cấu trúc, trong đó nổi bật là vấn đề tiếp cận nguồn nguyên liệu vàng đạt chuẩn, ổn định và có chi phí hợp lý.

Kết quả phỏng vấn sâu cho thấy, các chuyên gia trong lĩnh vực vàng và trang sức đều có chung nhận định rằng *"ngành nữ trang Việt Nam có tiềm năng lớn nhưng hiện vẫn thiếu một cơ chế thị trường hoàn chỉnh để bảo đảm nguồn nguyên liệu đầu vào ổn định"*. Nhiều ý kiến cho rằng, mặc dù doanh nghiệp đã đầu tư mạnh vào công nghệ và năng lực sản xuất, nhưng việc phụ thuộc vào các kênh cung ứng phân tán, thiếu chuẩn hóa đã làm gia tăng chi phí nguyên liệu và hạn chế khả năng mở rộng quy mô sản xuất. Từ góc nhìn đó, việc hình thành sàn giao dịch vàng được xem là mong muốn chính đáng và phù hợp với nhu cầu thực tiễn của cộng đồng doanh nghiệp. Trong bối cảnh này, sàn giao dịch vàng vật chất, nơi vàng nhập khẩu và vàng nguyên liệu trong nước được đưa vào giao dịch tập trung, được kỳ vọng sẽ trở thành nguồn cung nguyên liệu quan trọng cho ngành trang sức. Việc giao dịch vàng nguyên liệu trên sàn với giá cả được niêm yết công khai và nguồn gốc rõ ràng giúp doanh nghiệp sản xuất chủ động hơn trong việc kiểm soát giá mua, đồng thời tối ưu hóa chi phí giao dịch so với các kênh truyền thống. Bên cạnh đó, khi chất lượng vàng giao dịch trên sàn được chuẩn hóa, doanh nghiệp có thể giảm đáng kể chi phí phân kim, kiểm tra chất lượng đầu vào và rủi ro liên quan đến độ tinh khiết của nguyên liệu.

Theo nhận định của các chuyên gia, *"khi chi phí nguyên liệu được kiểm soát tốt hơn và chất lượng đầu vào được bảo đảm, doanh nghiệp trang sức sẽ có điều kiện hình*

thành mức giá vốn hợp lý hơn, qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh của sản phẩm". Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh doanh nghiệp Việt Nam đang hướng tới các thị trường xuất khẩu đòi hỏi cao về tiêu chuẩn chất lượng và truy xuất nguồn gốc. Trên cơ sở những thuận lợi này, việc ra đời sàn giao dịch vàng Việt Nam được kỳ vọng sẽ nhận được sự ủng hộ rộng rãi từ các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh vàng trong nước. Đây là nguồn lực thị trường quan trọng giúp sàn giao dịch vàng sớm hình thành thanh khoản ban đầu và vận hành ổn định trong giai đoạn đầu. Về dài hạn, sự phát triển của sàn giao dịch vàng không chỉ hỗ trợ trực tiếp cho ngành vàng trang sức, mà còn tạo điều kiện để Việt Nam tiếp tục hoàn thiện thể chế thị trường, nâng cấp mô hình vận hành và từng bước xây dựng hình ảnh một thị trường vàng minh bạch, có tổ chức và đủ sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trong nước và quốc tế.

5.2. Thách thức cho sàn giao dịch vàng tại Việt Nam

5.2.1. Yêu cầu về nền tảng pháp lý vững chắc và cấu trúc vận hành thị trường phù hợp với sứ mệnh của sàn giao dịch vàng

Một trong những thách thức mang tính nền tảng khi thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam là việc xây dựng được khung pháp lý đủ mạnh, đồng bộ và phù hợp với cấu trúc vận hành của thị trường. Kết quả phỏng vấn sâu với các chuyên gia trong lĩnh vực kinh tế – tài chính cho thấy, mặc dù cải cách pháp lý là điều kiện tiên quyết, song chỉ riêng khuôn khổ pháp luật là chưa đủ để bảo đảm thị trường vàng vận hành hiệu quả. Như một chuyên gia nhận định: *"Pháp luật tạo khung, nhưng thị trường chỉ vận hành trơn tru khi khung đó được 'lắp đầy' bằng hạ tầng phù hợp và hành vi thị trường đúng chuẩn".*

Từ góc độ thể chế, sàn giao dịch vàng chỉ có thể phát huy vai trò khi tồn tại sự kết hợp hài hòa giữa ba trụ cột: thể chế pháp lý, hạ tầng thị trường và hành vi của các chủ thể tham gia. Các ý kiến phỏng vấn đều thống nhất rằng, nếu thiếu sự đồng bộ giữa "kiến trúc thượng tầng" (hệ thống luật, nghị định, quy chế) và "cơ sở hạ tầng" (các tổ chức trung gian, hệ thống giao dịch, lưu ký, thanh toán), sàn giao dịch vàng có nguy cơ hoạt động hình thức hoặc phát sinh rủi ro ngoài mong muốn. Một chuyên gia nhấn mạnh: *"Không thể kỳ vọng sàn vàng vận hành hiệu quả nếu luật đi một đường, còn hạ tầng và con người đi một nẻo".*

Bên cạnh đó, thách thức không chỉ nằm ở việc có hay không một sàn giao dịch vàng, mà quan trọng hơn là lựa chọn mô hình sàn phù hợp với mục tiêu và sứ mệnh chiến lược của quốc gia. Các chuyên gia được phỏng vấn cho rằng, sàn giao dịch vàng cần được xác định rõ vai trò ngay từ đầu: là công cụ tổ chức lại thị trường vàng vật chất, là nền tảng phát triển các sản phẩm tài chính dựa trên vàng, hay là một thiết chế

hỗ trợ điều hành vĩ mô. Theo một ý kiến chuyên gia: *“Nếu không làm rõ sứ mệnh của sàn, rất dễ rơi vào tình trạng vừa muốn quản lý chặt, vừa muốn mở cửa thị trường, dẫn đến thiết kế nửa vời và kém hiệu quả”*.

Ngoài ra, vàng là loại tài sản có mức độ nhạy cảm cao đối với tâm lý thị trường và ổn định kinh tế vĩ mô. Vì vậy, việc thành lập sàn giao dịch vàng vừa mang tính cấp thiết trước những biến động của thị trường, vừa đòi hỏi sự thận trọng trong thiết kế thể chế. Một số chuyên gia cảnh báo rằng: *“Vàng có khả năng tạo tác động tức thì đến kỳ vọng lạm phát, tỷ giá và niềm tin vào đồng nội tệ, nên mọi thay đổi về cấu trúc thị trường vàng đều cần được cân nhắc trong tổng thể hệ thống tài chính – tiền tệ”*.

Từ các phân tích trên, có thể thấy rằng thách thức lớn nhất đối với việc thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam không chỉ là hoàn thiện khung pháp lý, mà còn là bảo đảm tính đồng bộ giữa luật pháp, hạ tầng thị trường và hành vi của các chủ thể tham gia, cũng như xác định rõ sứ mệnh dài hạn của sàn trong tổng thể chiến lược ổn định và phát triển kinh tế vĩ mô.

5.2.2. Mức độ liên kết còn hạn chế giữa thị trường vàng Việt Nam và thị trường vàng quốc tế

Một thách thức quan trọng khác đối với việc thành lập và vận hành sàn giao dịch vàng tại Việt Nam là mức độ liên kết còn hạn chế giữa thị trường vàng trong nước và thị trường vàng thế giới. Kết quả phỏng vấn sâu với các chuyên gia trong lĩnh vực kim loại quý và thị trường tài chính cho thấy, trong nhiều năm qua, thị trường vàng Việt Nam vận hành tương đối biệt lập, cả về cơ chế hình thành giá, quy mô giao dịch lẫn mức độ tham gia của các chủ thể quốc tế. Như một chuyên gia nhận định: *“Thị trường vàng Việt Nam lâu nay chưa gắn kết chặt chẽ với thị trường quốc tế; minh bạch giá và củng cố niềm tin của nhà đầu tư mới là mục tiêu cốt lõi, còn việc mở sàn giao dịch vàng chỉ nên được xem là bước khởi đầu”*.

Từ góc độ thể chế thị trường, việc thiếu liên thông với thị trường quốc tế đặt ra ít nhất hai thách thức lớn khi Việt Nam triển khai sàn giao dịch vàng. Thứ nhất, khoảng cách đáng kể về kinh nghiệm vận hành thị trường giữa Việt Nam và các trung tâm giao dịch vàng quốc tế có thể tạo ra rủi ro trong giai đoạn đầu, đặc biệt trong thiết kế sản phẩm, cơ chế giao dịch, quản trị rủi ro và giám sát thị trường. Thứ hai, kịch bản ứng phó và lộ trình hoàn thiện sàn giao dịch vàng cần được xây dựng một cách linh hoạt và thận trọng, nhằm thích ứng dần với các chuẩn mực quốc tế mà không gây ra các cú sốc đối với thị trường trong nước. Một chuyên gia nhấn mạnh: *“Không thể kỳ vọng một sàn giao dịch vàng mới thành lập có thể ngay lập tức vận hành theo chuẩn quốc tế, nếu thiếu thời gian học hỏi, thử nghiệm và điều chỉnh”*.

Mặc dù thị trường vàng Việt Nam đã hình thành từ lâu và từng trải qua nhiều giai đoạn biến động mang tính lịch sử, song các kinh nghiệm quá khứ chủ yếu gắn với mô hình giao dịch phân tán và quản lý hành chính. Trong khi đó, việc xây dựng một sàn giao dịch vàng theo chuẩn hiện đại lại đòi hỏi tư duy thị trường, kỷ luật giao dịch và năng lực quản trị rủi ro hoàn toàn khác. Các chuyên gia tham gia phỏng vấn đều cho rằng, các thành viên thị trường trong nước, từ doanh nghiệp kinh doanh vàng, tổ chức tài chính đến nhà đầu tư, cần một khoảng thời gian nhất định để “làm quen”, “hiểu đúng” và khai thác hiệu quả công cụ giao dịch mới này. Do đó, việc mở cửa thị trường cần được thực hiện theo lộ trình, đồng thời cân nhắc kỹ lưỡng cả hai khía cạnh: (i) loại hình và đặc tính của các sản phẩm vàng được phép giao dịch; và (ii) phạm vi, điều kiện tham gia của các chủ thể trong và ngoài nước.

Trong bối cảnh lựa chọn cách tiếp cận thận trọng, sàn giao dịch vàng Việt Nam có thể chưa thu hút được ngay sự tham gia rộng rãi của các nhà đầu tư quốc tế. Sự sôi động của thị trường trong giai đoạn đầu vì vậy sẽ chủ yếu dựa vào các chủ thể trong nước. Một số chuyên gia dẫn chứng rằng: *“Quy mô nhập khẩu vàng chính ngạch của Việt Nam hiện nay còn khá nhỏ, thấp hơn đáng kể so với nhiều nhóm hàng hóa tiêu dùng khác, cho thấy dư địa mở rộng thị trường vàng vẫn còn hạn chế trong ngắn hạn”*. Với quy mô thị trường chưa lớn, việc tạo lập thanh khoản và thu hút dòng vốn trở thành một thách thức đáng kể đối với sàn giao dịch vàng trong những năm đầu vận hành.

Từ những phân tích trên, có thể thấy rằng mức độ liên kết còn hạn chế với thị trường vàng quốc tế vừa là thách thức, vừa là yếu tố buộc Việt Nam phải lựa chọn chiến lược phát triển sàn giao dịch vàng theo hướng thận trọng, có lộ trình và phù hợp với điều kiện thực tiễn trong nước. Đây là điều kiện cần thiết để sàn giao dịch vàng từng bước hội nhập với thị trường quốc tế, đồng thời bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô và an toàn hệ thống tài chính trong quá trình chuyển đổi.

5.2.3. Yêu cầu cao về hạ tầng công nghệ và cơ chế giám sát thị trường

Bên cạnh khuôn khổ pháp lý, hạ tầng công nghệ và cơ chế giám sát là những điều kiện mang tính quyết định đối với khả năng vận hành hiệu quả và an toàn của sàn giao dịch vàng. Trong bối cảnh thị trường vàng có mức độ nhạy cảm cao với biến động kinh tế vĩ mô và tâm lý nhà đầu tư, việc tổ chức giao dịch tập trung đòi hỏi hệ thống công nghệ không chỉ đáp ứng yêu cầu xử lý giao dịch lớn, mà còn phải bảo đảm tính minh bạch, an toàn dữ liệu và khả năng giám sát theo thời gian thực. Kết quả phỏng vấn sâu cho thấy, các chuyên gia đều thống nhất rằng *“sàn giao dịch vàng không thể chỉ được*

nhìn nhận như một nền tảng mua – bán thông thường, mà phải được thiết kế như một hạ tầng tài chính quan trọng, gắn chặt với hệ thống quản lý nhà nước dựa trên dữ liệu”.

Từ góc độ kỹ thuật, một sàn giao dịch vàng hiện đại cần được xây dựng trên nền tảng công nghệ có khả năng kết nối đồng bộ giữa các khâu giao dịch, lưu ký, thanh toán và báo cáo. Khả năng thu thập và xử lý dữ liệu tập trung không chỉ phục vụ hoạt động khớp lệnh, mà còn là cơ sở để cơ quan quản lý theo dõi diễn biến thị trường, nhận diện rủi ro và đưa ra các can thiệp chính sách kịp thời khi cần thiết. Một chuyên gia trong lĩnh vực quản lý thị trường nhận định: *“Việt Nam có đủ năng lực công nghệ để xây dựng sàn giao dịch vàng hiện đại, nhưng điều quan trọng là phải triển khai theo lộ trình phù hợp, tránh gây áp lực quá lớn lên hệ thống ngay từ giai đoạn đầu”.*

Ngoài yêu cầu về công nghệ giao dịch, cơ chế giám sát thị trường cũng đặt ra những thách thức đáng kể. Không giống như các loại hàng hóa tài chính thuần túy, vàng là tài sản vật chất, đòi hỏi các quy trình kiểm soát chặt chẽ về tiêu chuẩn chất lượng, lưu trữ và vận chuyển. Do đó, các hệ thống hỗ trợ của sàn giao dịch vàng, bao gồm lưu ký vàng vật chất, quản lý kho, thanh toán và giao nhận, có nhiều điểm khác biệt so với hạ tầng của thị trường chứng khoán. Các chuyên gia được phỏng vấn cho rằng: *“Nếu không thiết kế đồng bộ giữa công nghệ giao dịch và các khâu hậu cần vật chất của vàng, sàn giao dịch rất dễ đối mặt với rủi ro vận hành và suy giảm niềm tin của thị trường”.*

Kinh nghiệm từ thị trường chứng khoán cho thấy, việc xây dựng hạ tầng công nghệ cần phù hợp với quy mô và tốc độ phát triển của thị trường giao dịch tập trung. Tuy nhiên, đối với vàng, yêu cầu này còn phức tạp hơn do đặc tính vật chất của tài sản và sự nhạy cảm của thị trường đối với các sự cố kỹ thuật hoặc gián đoạn giao dịch. Một số chuyên gia nhấn mạnh rằng *“mục tiêu của sàn giao dịch vàng không chỉ dừng lại ở việc hiện đại hóa hoạt động mua bán, mà còn phải tạo nền tảng cho quản lý nhà nước dựa trên dữ liệu minh bạch, đồng thời mở ra khả năng phát triển các sản phẩm tài chính liên quan đến vàng trong tương lai”.*

Như vậy, thách thức về công nghệ và cơ chế giám sát không chỉ là vấn đề kỹ thuật thuần túy, mà còn là bài toán thể chế gắn với năng lực quản trị thị trường. Việc giải quyết thách thức này đòi hỏi sự đầu tư có trọng điểm, cách tiếp cận từng bước và sự phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan quản lý, đơn vị vận hành sàn và các chủ thể tham gia thị trường, nhằm bảo đảm sàn giao dịch vàng khi đi vào hoạt động vừa an toàn, vừa hiệu quả và phù hợp với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô trong dài hạn.

6. Kinh nghiệm quốc tế về vận hành các sàn giao dịch vàng

Vàng là một tài sản mang tính lưỡng dụng điển hình, đồng thời đảm nhiệm vai trò của hàng hóa vật chất trong chuỗi giá trị khai thác – tinh luyện – chế tác – tiêu dùng và tài sản tài chính trong dự trữ, đầu tư và phòng ngừa rủi ro. Chính đặc tính kép này khiến các quốc gia tiếp cận việc tổ chức thị trường vàng theo những chiến lược khác nhau, phản ánh ưu tiên chính sách, bối cảnh kinh tế – xã hội và mức độ hội nhập tài chính của từng nền kinh tế.

Trên thực tế, các sàn giao dịch vàng hiện nay thường được tổ chức theo ba dạng cơ bản: sàn giao dịch vàng vật chất, sàn giao dịch vàng tài khoản (unallocated/allocated accounts) và sàn giao dịch vàng phái sinh. Nhiều trung tâm giao dịch lớn trên thế giới không lựa chọn một mô hình đơn lẻ, mà kết hợp linh hoạt hai hoặc cả ba hình thức nhằm đáp ứng đồng thời các mục tiêu về thanh khoản, quản lý rủi ro và phát triển thị trường. Việc mô hình nào đóng vai trò trung tâm, mô hình nào mang tính bổ trợ và lộ trình triển khai ra sao phụ thuộc chặt chẽ vào chiến lược vàng quốc gia.

Chiến lược này, xét một cách tổng quát, chịu tác động của ba nhóm yếu tố chính: (i) môi trường văn hóa – xã hội, bao gồm thói quen tiêu dùng, tích trữ và vai trò truyền thống của vàng; (ii) định hướng chính sách của Nhà nước, đặc biệt là chính sách tiền tệ, quản lý ngoại hối và quản lý thị trường hàng hóa; và (iii) mục tiêu phát triển kinh tế dài hạn, như thúc đẩy công nghiệp chế tác, phát triển trung tâm tài chính hay củng cố vị thế quốc gia trên thị trường vàng toàn cầu. Do đó, không tồn tại một mô hình sàn giao dịch vàng “chuẩn mực” có thể áp dụng rập khuôn cho mọi quốc gia. Kinh nghiệm của Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, Singapore và Dubai cho thấy sự đa dạng đáng kể trong cách thiết kế và vận hành các sàn giao dịch vàng, dù cùng hướng tới mục tiêu nâng cao hiệu quả thị trường.

Dựa trên các mục tiêu lớn của quốc gia, thị trường vàng được thiết kế trên dựa trên một số nhiệm vụ quan trọng gồm: (1) khả năng bảo vệ thị trường vàng vật chất trong nước; (2) khả năng quản lý tập trung dữ liệu về vàng; (3) khả năng mở cửa cho các nhà đầu tư quốc tế.

6.1. Sàn giao dịch vàng vật chất đóng vai trò là cánh cổng bảo vệ thị trường vàng – thị trường tiền tệ trong nước

Trung Quốc và Ấn Độ là hai quốc gia đông dân hàng đầu thế giới. Tại hai quốc gia này, nhu cầu mua vàng để tích trữ và trang sức cũng thuộc diện tốp đầu thế giới. Không chỉ đó, Ngân hàng trung ương Trung Quốc và Ngân hàng trung ương Ấn Độ cũng là những cơ quan có hoạt động mua ròng vàng lớn nhất trong các ngân hàng trung ương toàn cầu. Với thị trường vàng trong nước lớn và rất nhạy cảm với các biến

động, để thực hiện mục tiêu bảo vệ được thị trường trong nước, hai quốc gia đã thành lập sàn vàng nhưng với cơ chế hoạt động khác nhau. Trong khi, Trung Quốc lựa chọn mô hình kiểm soát tập trung hai lớp thông qua sàn giao dịch vàng Thượng Hải (Shanghai Gold Exchange – SGE). Còn Ấn Độ lựa chọn điều tiết lượng nhập/xuất khẩu vàng phù hợp với cung/cầu trong nước thông qua Sàn giao dịch vàng quốc tế Ấn Độ (India International Bullion Exchange - IIBX).

Mô hình kiểm soát tập trung hai lớp của Trung Quốc tạo ra hai sân chơi cho các nhà đầu tư trong nước riêng và nhà đầu tư quốc tế riêng. Các nhà đầu tư trong nước giao dịch bằng đồng nội tệ (Nhân dân tệ RMB) đối với toàn bộ vàng đã lưu hành ở thị trường trong nước bao gồm cả vàng khai thác và vàng nhập khẩu. Ở một sân chơi khác, Trung Quốc cho phép các nhà đầu tư quốc tế giao dịch tại Khu thương mại tự do Thượng Hải bằng đồng ngoại tệ hoặc đồng Nhân dân tệ hải ngoại (CNH). Điều này cho phép thị trường vàng của Trung Quốc tăng tính thanh khoản nhờ nguồn vốn dồi dào của các nhà đầu tư quốc tế. Không chỉ thế, sự tham gia của các nhà đầu tư quốc tế bằng đồng CNH còn giúp nâng cao vai trò của đồng tiền do Trung Quốc phát hành. Việc thiết kế sàn giao dịch hai lớp cho Trung Quốc xây dựng được rào bảo vệ thị trường vàng sôi động với nhu cầu cao ở trong nước mà vẫn thu hút được quốc tế. Thông qua chính sách về hạn ngạch, Trung Quốc đã thành công trong việc xây dựng thị trường vàng sôi động và thực hiện được các sứ mệnh quan trọng đối với đồng tiền quốc dân.

Tại Ấn Độ, sàn giao dịch vàng tập trung của quốc gia này thực hiện cân đối nhu cầu về vàng giống vừa giống như một hàng hóa thông thường, vừa giống như cân bằng một tiền tệ trong cán cân thanh toán. Cách làm của Ấn Độ chính là hình thức tự do hoá nhập khẩu vàng có kiểm soát thông qua điều kiện được thiết lập. Hình thức đặt điều kiện của Ấn Độ thông qua việc thiết lập điều kiện chỉ cho các “nhà kim hoàn đủ điều kiện” được nhập khẩu vàng. Mặc dù vậy, Ấn Độ thực tế gần như đã cho nhập vàng từ mọi nguồn và mọi cách. Sàn giao dịch vàng của Ấn Độ được thiết lập trên sàn giao dịch hàng hóa. Để đảm bảo nguồn cung, Ấn Độ đã ban hành nhiều chính sách tiền tệ hóa vàng, tìm nhiều cách đưa vàng trong dân và cả vàng nhập khẩu giao dịch trên sàn này.

Hoạt động của Ấn Độ được xem là dễ hiểu trong bối cảnh Ấn Độ có tỷ lệ dự trữ vàng trong dân khổng lồ (ước tính 24.000 tấn vàng năm 2014). Trong quá khứ, Ấn Độ cho phép các cá nhân được vận chuyển vàng vào trong nước từ năm 1994, đồng thời cũng cho phép các ngân hàng được nhập khẩu vàng từ 1997. Trong những năm gần đây, chính sách thúc đẩy đưa sàn vàng từ trong dân lên giao dịch tập trung của Ấn Độ đã tạo ra nhiều thay đổi khó lường, thậm chí còn bị đánh giá là có phần hỗn loạn. Bài

học kinh nghiệm từ Ấn Độ cho thấy quốc gia này có cách tiếp cận rất đặc biệt vừa coi trọng vàng như hàng hóa (theo nhu cầu của người dân), vừa coi vàng như một tiền tệ nên không ngăn ngại vàng hóa nền kinh tế.

Có thể tóm lại, tại Trung Quốc và Ấn Độ - những quốc gia có nhu cầu lớn về vàng vật chất đã có những cách tiếp cận khác nhau để cùng giải quyết về việc xây dựng một sàn vàng vật chất hiệu quả. Tính phân kỳ, phân giai đoạn của Ấn Độ khiến cho các hành động được diễn ra quyết liệt và có tính đặc trưng cao. Còn tại Trung Quốc, cách thức tổ chức vừa triển khai vừa giám sát chặt chẽ đã tạo ra được cơ chế giám sát và bảo vệ thị trường hiệu quả. Điều khác biệt này có thể được giải thích nhờ việc Trung Quốc đã xây dựng tầm nhìn nâng cao sức mạnh của đồng Nhân dân tệ như một đồng tiền thanh toán quốc tế, điểm này khác với Ấn Độ vốn tập trung vào các nhu cầu trong nước.

6.2. Khả năng quản lý tập trung về dữ liệu về vàng tại thị trường sơ cấp và thứ cấp

Trong bối cảnh dữ liệu là nguồn lực quan trọng, đóng góp chính vào khả năng ra quyết định của chính sách kinh tế vĩ mô trong bối cảnh hiện đại. Sàn giao dịch vàng tập trung cũng của mỗi quốc gia cũng đã đưa ra các cách tiếp cận hiệu quả.

Tại SGE, một trong những quy định nổi bật là toàn bộ lượng vàng đều phải bán lần đầu thông qua sàn giao dịch tập trung. Điều này được hiểu rằng, dù là vàng khai thác trong nước hay vàng nhập khẩu đều phải thực hiện giao dịch qua SGE. Sau khi giao dịch qua SGE, vàng mới có thể được tự do giao dịch như một hàng hóa thông thường để đưa vào sản xuất hoặc tiếp tục ở lại sàn và giao dịch tập trung. Để khuyến khích giao dịch trên SGE, thuế giá trị gia tăng và các sắc thuế liên quan đến giao dịch vàng SGE được miễn thuế. Chính nhờ các quy định này mà Ngân hàng nhân dân Trung Quốc (People's Bank of China – PBOC) có thể kiểm soát trọn vẹn nguồn vàng đang lưu hành trong nước. Kết hợp với chế độ kiểm soát thông qua hạn ngạch, dữ liệu về vàng của Trung Quốc được theo dõi chặt chẽ. Như vậy, Trung Quốc sẽ tập trung kiểm soát dữ liệu vàng thông qua thị trường “sơ cấp”

Khác với Trung Quốc, Ấn Độ thực hiện các chính sách huy động vàng trong dân trong những năm gần đây thông qua sàn giao dịch vàng hàng hóa và thông qua hệ thống ngân hàng. Trong đó, các ngân hàng khi huy động từ dân thông qua kênh gửi vàng cũng có thể mang vàng lên sàn giao dịch thông qua việc người dân có thể mở tài khoản vàng. Việc tổ chức lưu ký, lưu trữ, giao dịch tập trung, dữ liệu về vàng của Ấn Độ được thực hiện thông qua quản lý giao dịch trên sàn “thứ cấp”. Cũng từ sự tập trung cho sàn giao dịch này, Ấn Độ có điều kiện để triển khai nhiều sản phẩm tài chính

phái sinh từ vàng – giống như đối với chứng khoán gồm Chứng chỉ ETF, vàng tài khoản, vàng phái sinh.

Tập trung khai thác vàng trong dân cũng là đặc điểm của sàn vàng Thổ Nhĩ Kỳ. Thổ Nhĩ Kỳ khai thác mục tiêu này thông qua ngân hàng thương mại và sàn chứng khoán Istanbul (Borsa Istanbul – BIST). Thổ Nhĩ Kỳ cho phép ngân hàng thương mại được nhận gửi vàng trang sức hoặc vàng miếng từ người dân. Thông qua hệ thống định giá có tên là KAD-SIS có liên kết với các công ty kiểm định kim hoàn uy tín, vàng được định chuẩn và gửi tại ngân hàng như một hình thức tiết kiệm và hưởng lãi suất. Chính cơ chế cho phép huy động vàng từ dân giúp cho Thổ Nhĩ Kỳ có thể vận hành hệ thống Tùy chọn dự trữ, tức là các ngân hàng thương mại có thể sử dụng vàng để làm một phần dự trữ bắt buộc, song song với tiền nội tệ. Bên cạnh đó, sàn giao dịch chứng khoán Istanbul cho phép các người sở hữu vàng được giao dịch vàng như một loại chứng khoán với đủ các sản phẩm, giúp người sở hữu vàng, ngân hàng và các doanh nghiệp sản xuất vàng tối ưu về nguồn cung và tiết giảm chi phí giao dịch.

6.3. Khả năng thu hút nhà đầu tư quốc tế cho mục tiêu trở thành trung tâm tài chính quốc tế

Nếu chỉ dựa vào thị trường trong nước sẽ là không đủ, đặc biệt với các quốc gia có dân cư ít vừa chưa có thị trường vàng sẵn có. Khác với các quốc gia có tỷ lệ nắm giữ vàng trong dân lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, động lực thành lập sàn vàng của Singapore và Dubai là một phần trong chiến lược trở thành trung tâm tài chính của thế giới và khu vực. Tại hai quốc gia này, cơ chế thiết lập sàn đã cho phép các nhà đầu tư quốc tế dễ dàng tham gia giao dịch. Để trở thành một địa chỉ hấp dẫn đối với các nhà đầu tư quốc tế,

Singapore đã mở các chính sách ưu đãi tối đa về thuế, cơ sở hạ tầng cho giao dịch, lưu ký – lưu trữ và các dịch vụ hỗ trợ quản lý và giao dịch vàng. Các chính sách này của Singapore cho thấy mục tiêu của họ là trở thành nơi tập trung lưu trữ vàng vật chất cho thế giới và khu vực thông qua việc xây dựng niềm tin và ưu đãi cho các nhà đầu tư vàng rằng Singapore là một địa chỉ uy tín. Hiệp hội vàng Singapore (SBMA) cũng được hỗ trợ hoạt động tích cực thông qua sự tham gia của các nhà giao dịch, ngân hàng, công ty chứng khoán. Tuy nhiên, hiệu quả của sàn giao dịch của Singapore hiện tại vẫn chưa đạt được kỳ vọng do thanh khoản và khối lượng giao dịch còn thấp và Singapore vẫn còn phải cải tiến rất nhiều về thể chế để có thể đưa sàn giao dịch vàng đạt được mục tiêu đã đề ra.

Còn Dubai, thông qua Sàn giao dịch hàng hóa và vàng Dubai (Dubai Gold and Commodities Exchange - DGCX), cũng có nhiều nét tương đồng với sàn Singapore về

mục tiêu trở thành trung tâm giao dịch vàng của thế giới. Nhưng khác biệt bởi Dubai cũng là một thị trường vàng vật chất sôi động từ thị trường trong nước. Chính điểm này đã tạo nên sự khác biệt, DGCX tập trung đưa ra các chính sách ưu đãi về thuế, đặc biệt sắc thuế VAT đảo ngược. Chính sách thuế này yêu cầu bên mua phải nộp thuế cho nhà nước (thay vì theo lẽ thông thường là bên bán nộp). Chính sách này đặc biệt có hiệu quả đối với vàng do sự tham gia của các nhà đầu tư quốc tế (không có trụ sở tại UAE) là chính yếu. Nhờ các điểm này, việc tham gia thị trường vàng Dubai của các nhà đầu tư quốc tế có thể thuận lợi hơn.

7. Khuyến nghị nhằm thúc đẩy việc thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam

Trên cơ sở phân tích động cơ hình thành, cơ hội và thách thức của việc thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam, cũng như tổng hợp kinh nghiệm quốc tế về vận hành các sàn giao dịch vàng trong những bối cảnh thể chế khác nhau, báo cáo đề xuất một số khuyến nghị chính sách theo hướng tiếp cận thận trọng, có lộ trình và phù hợp với điều kiện đặc thù của Việt Nam.

7.1. Hoàn thiện khung pháp lý theo hướng hỗ trợ thiết kế sàn giao dịch vàng tập trung

Khuyến nghị đầu tiên và có tính nền tảng là tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý về quản lý thị trường vàng theo hướng tạo dư địa cho sự hình thành và vận hành của sàn giao dịch vàng tập trung. Việc sửa đổi, bổ sung các quy định hiện hành cần được đặt trong tổng thể chiến lược phát triển thị trường tài chính, thay vì tiếp cận thị trường vàng như một lĩnh vực biệt lập.

Khung pháp lý cần làm rõ vai trò của sàn giao dịch vàng trong cấu trúc thị trường, bao gồm phạm vi sản phẩm được giao dịch (vàng vật chất, vàng tài khoản, hoặc các công cụ tài chính dựa trên vàng), cơ chế tham gia của các chủ thể (doanh nghiệp, ngân hàng, nhà đầu tư cá nhân), cũng như mối quan hệ giữa sàn giao dịch vàng với Ngân hàng Nhà nước và các cơ quan quản lý liên quan. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, sàn giao dịch vàng chỉ phát huy hiệu quả khi được tích hợp vào hệ thống pháp luật tài chính – tiền tệ một cách nhất quán, với cơ chế giám sát rõ ràng nhưng không can thiệp hành chính quá mức vào quá trình hình thành giá.

Bên cạnh đó, khung pháp lý cần đảm bảo tính ổn định và khả năng dự báo, nhằm tạo niềm tin cho các chủ thể tham gia thị trường. Việc thay đổi chính sách đột ngột hoặc thiếu nhất quán có thể làm gia tăng rủi ro thể chế, làm suy giảm thanh khoản và cản trở sự phát triển bền vững của sàn giao dịch vàng trong dài hạn.

7.2. Lựa chọn mô hình sàn giao dịch vàng phù hợp với điều kiện và mục tiêu của Việt Nam

Một khuyến nghị quan trọng khác là việc lựa chọn mô hình sàn giao dịch vàng cần dựa trên điều kiện thực tiễn của Việt Nam, thay vì sao chép máy móc các mô hình quốc tế. Mỗi quốc gia đều thiết kế sàn giao dịch vàng theo những mục tiêu khác nhau, từ kiểm soát dòng chảy vàng, huy động vàng trong dân cư, đến phát triển trung tâm giao dịch và lưu trữ khu vực.

Đối với Việt Nam, trong giai đoạn đầu, việc ưu tiên xây dựng sàn giao dịch vàng vật chất tập trung với chuẩn hóa chất lượng, cơ chế lưu ký và giao nhận rõ ràng có thể là lựa chọn phù hợp. Cách tiếp cận này giúp giải quyết trực tiếp các vấn đề đang tồn tại như chênh lệch giá trong nước – quốc tế, thiếu minh bạch về nguồn cung và chất lượng vàng, cũng như sự phân mảnh của thị trường giao dịch.

Trong trung và dài hạn, khi thị trường đã đạt được mức độ ổn định nhất định, sàn giao dịch vàng có thể từng bước mở rộng sang các hình thức giao dịch tài khoản hoặc các sản phẩm tài chính dựa trên vàng, với điều kiện hệ thống giám sát và hạ tầng công nghệ đáp ứng được yêu cầu quản trị rủi ro. Việc triển khai theo lộ trình sẽ giúp hạn chế các cú sốc thị trường và giảm thiểu rủi ro lan truyền sang các thị trường tài chính khác.

7.3. Phát triển hạ tầng công nghệ và cơ chế giám sát đồng bộ cho sàn giao dịch vàng

Sự thành công của sàn giao dịch vàng phụ thuộc lớn vào chất lượng hạ tầng công nghệ và cơ chế giám sát thị trường. Do vàng là tài sản có giá trị cao và nhạy cảm với biến động tâm lý, yêu cầu về an toàn hệ thống, tính liên tục trong vận hành và độ tin cậy của dữ liệu là đặc biệt quan trọng. Khuyến nghị đặt ra là cần đầu tư xây dựng hạ tầng giao dịch, lưu ký, thanh toán và quản lý dữ liệu theo hướng đồng bộ và hiện đại, có khả năng kết nối với hệ thống quản lý của cơ quan nhà nước. Việc ứng dụng công nghệ số trong theo dõi giao dịch, giám sát vị thế và phân tích dữ liệu thị trường sẽ giúp nâng cao hiệu quả quản lý, đồng thời hỗ trợ công tác điều hành chính sách tiền tệ và tài chính vĩ mô.

Ngoài ra, cơ chế giám sát cần được thiết kế theo hướng phòng ngừa rủi ro, thay vì chỉ phản ứng khi sự cố đã xảy ra. Các công cụ như giới hạn vị thế, yêu cầu báo cáo giao dịch lớn, hoặc cơ chế ngắt mạch trong trường hợp biến động bất thường có thể được xem xét áp dụng phù hợp với đặc thù của thị trường vàng Việt Nam.

7.4. Gắn kết sàn giao dịch vàng với mục tiêu phát triển ngành vàng trang sức và chế tác trong nước

Một khuyến nghị mang tính chiến lược là cần gắn việc thành lập sàn giao dịch vàng với mục tiêu phát triển ngành vàng trang sức và chế tác trong nước. Sàn giao dịch vàng không chỉ nên được xem là nơi phục vụ nhu cầu đầu tư và tích trữ, mà còn là kênh cung cấp nguyên liệu đầu vào ổn định, minh bạch cho ngành sản xuất có giá trị gia tăng cao.

Việc chuẩn hóa chất lượng vàng giao dịch trên sàn, kết hợp với cơ chế lưu ký và giao nhận rõ ràng, sẽ giúp giảm chi phí tiếp cận nguyên liệu cho các doanh nghiệp chế tác, đồng thời nâng cao khả năng kiểm soát nguồn gốc và chất lượng sản phẩm. Đây là điều kiện quan trọng để ngành vàng trang sức Việt Nam tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị khu vực và quốc tế. Trong dài hạn, việc hình thành một phân khúc giao dịch vàng nguyên liệu phục vụ sản xuất trên sàn giao dịch vàng có thể góp phần chuyển hóa vàng tích trữ trong dân cư thành nguồn lực cho phát triển kinh tế, phù hợp với định hướng giảm dần vai trò “tiền tệ hóa” của vàng.

7.5. Tăng cường minh bạch hóa thị trường và sử dụng dữ liệu từ sàn cho điều hành chính sách

Khuyến nghị cuối cùng là tận dụng sàn giao dịch vàng như một công cụ cung cấp dữ liệu thị trường có độ tin cậy cao cho công tác quản lý và điều hành chính sách. Khi giao dịch vàng được tập trung và ghi nhận đầy đủ trên sàn, cơ quan quản lý có thể tiếp cận thông tin kịp thời về giá cả, khối lượng và xu hướng thị trường, từ đó đánh giá chính xác hơn các tác động lan tỏa sang tỷ giá, lãi suất và các kênh đầu tư khác.

Việc nâng cao tính minh bạch và khả năng đo lường của thị trường vàng cũng góp phần chuyển đổi phương thức quản lý từ “siết để kiểm soát” sang “mở để quản trị”, trong đó Nhà nước đóng vai trò thiết kế luật chơi và giám sát, còn thị trường đảm nhận chức năng phân bổ nguồn lực. Cách tiếp cận này phù hợp với xu hướng quản trị hiện đại và góp phần củng cố niềm tin của nhà đầu tư cũng như người dân đối với chính sách kinh tế vĩ mô.

7.6. Xác định rõ những thành phần kinh tế, loại nhà đầu tư được tham gia giao dịch trên sàn giao dịch vàng trong giai đoạn đầu

Một thị trường sẽ thực sự phát huy được khi có sự tham gia của các bên mua – bán có đủ động lực và năng lực phù hợp với mục tiêu của thị trường. Bên cạnh, các doanh nghiệp kinh doanh vàng bao gồm cả vàng miếng và vàng trang sức mỹ nghệ, thì sàn

vàng cũng nên xem xét cho người dân được tham gia giao dịch, cũng như hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư quốc tế ngay từ giai đoạn đầu.

Nếu như việc các doanh nghiệp kinh doanh vàng thường đóng vai trò là bên bán, thì bên mua trên thị trường vàng sẽ có hai đối tượng là một là các doanh nghiệp kinh doanh, sản xuất vàng trang sức mỹ nghệ, hai là người dân. Trong đó, người dân đã là nhu cầu chính và bền bỉ của thị trường trong nhiều năm qua. Để thị trường thực sự hoạt động, không thể không cho phép người dân được tham gia từ sớm. Động lực từ cầu sẽ tác động đến hình thức tổ chức thị trường và các phương thức giao dịch phù hợp. Sự tham gia này có thể ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường vàng truyền thống đang có. Tuy nhiên, đây cũng sẽ là động lực tăng trưởng, tạo rat hay đổi mới và là bước đệm gắn chặt sự phát triển của thị trường vàng hiện hữu và thị trường vàng giao dịch tập trung mới.

Việc giới hạn các nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn đầu là chính sách cần thiết để thị trường thích nghi với hình thức giao dịch tập trung mới và các sản phẩm, dịch vụ liên quan đến vàng mới. Việc bảo hộ thị trường trong nước là cần thiết để đảm bảo thị trường phát triển ổn định nhờ thiết lập lộ trình phù hợp. Thêm nữa, giai đoạn đầu sản giao dịch vàng tập trung vào vàng vật chất, vốn là thị trường truyền thống và chưa có nhiều sản phẩm dịch vụ đa dạng. Đây cũng chưa phải là thị trường mà các nhà đầu tư quốc tế quan tâm. Vì vậy, sự tham gia của nhà đầu tư quốc tế giai đoạn đầu cũng chưa thực sự giá trị. Thị trường vàng Việt Nam sẽ cần một khoảng thời gian vận hành và từ từ lấp đầy khoảng cách từ sự thiếu gắn kết giữa thị trường vàng hiện tại của Việt Nam so với thế giới từ trước đây đến nay.

Kết luận

Việc thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam cần được đặt trong bối cảnh rộng hơn của quá trình tái cấu trúc thị trường tài chính và đổi mới phương thức quản lý kinh tế theo hướng hiện đại, minh bạch và dựa trên tín hiệu thị trường. Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu nhiều biến động, vàng tiếp tục giữ vai trò là một tài sản đặc biệt, có khả năng tác động mạnh đến tâm lý thị trường, dòng vốn và ổn định tiền tệ. Do đó, cách thức tổ chức và quản lý thị trường vàng không chỉ là vấn đề riêng của một ngành, mà có ý nghĩa chiến lược đối với toàn bộ hệ thống tài chính – tiền tệ quốc gia.

Báo cáo cho thấy, việc thiếu vắng một thiết chế giao dịch vàng tập trung đã và đang làm suy giảm hiệu quả vận hành của thị trường vàng Việt Nam, đồng thời hạn chế khả năng giám sát và điều hành chính sách của Nhà nước. Trong khi đó, kinh nghiệm quốc tế cho thấy không tồn tại một mô hình sàn giao dịch vàng duy nhất phù hợp cho mọi quốc gia; thay vào đó, mỗi quốc gia lựa chọn mô hình riêng dựa trên bối cảnh thể chế, mục tiêu chính sách và mức độ phát triển của thị trường. Trên cơ sở phân tích thực trạng và kinh nghiệm quốc tế, mục tiêu của việc thúc đẩy thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam không nên giới hạn ở việc tạo ra một địa điểm giao dịch mới, mà cần hướng tới xây dựng một cấu phần thể chế có khả năng tổ chức lại thị trường vàng theo hướng minh bạch, có kiểm soát và gắn kết hơn với thị trường quốc tế. Sàn giao dịch vàng, nếu được triển khai theo lộ trình phù hợp, có thể góp phần thu hẹp chênh lệch giá trong nước và quốc tế, giảm động cơ giao dịch phi chính thức, huy động hiệu quả nguồn lực vàng trong dân cư và hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô.

Tuy nhiên, bên cạnh kết quả đạt được thì báo cáo vẫn tồn tại những hạn chế nhất định. Do phạm vi nghiên cứu chủ yếu dựa trên phân tích định tính và tổng hợp tài liệu, báo cáo chưa lượng hóa được đầy đủ các tác động kinh tế vĩ mô của việc hình thành sàn giao dịch vàng, cũng như chưa đánh giá chi tiết các chi phí triển khai trong từng kịch bản chính sách. Ngoài ra, các vấn đề liên quan đến hành vi nhà đầu tư, rủi ro đầu cơ và tương tác giữa thị trường vàng với các thị trường tài chính khác vẫn cần được nghiên cứu sâu hơn. Trong thời gian tới, các nghiên cứu tiếp theo có thể tập trung vào việc xây dựng mô hình định lượng đánh giá tác động của sàn giao dịch vàng đối với tỷ giá, lãi suất và ổn định tài chính; phân tích hành vi của các nhóm chủ thể tham gia thị trường; và nghiên cứu khả năng tích hợp sàn giao dịch vàng với các trung tâm tài chính và thị trường hàng hóa trong khu vực. Những nghiên cứu này sẽ góp phần hoàn thiện cơ sở khoa học cho quá trình hoạch định và thực thi chính sách, nhằm bảo đảm việc thành lập sàn giao dịch vàng tại Việt Nam đạt được các mục tiêu dài hạn về ổn định, hiệu quả và phát triển bền vững.

Danh mục tài liệu tham khảo

- Akerlof, G. A. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Amihud, Y. and H. Mendelson (1986), Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249
- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Financial review*, 45(2), 217-229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x>
- Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1886-1898. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.008>
- BIS & IOSCO (2012), *Principles for Financial Market Infrastructures*.
- BIS (2001-2025), Annual Reports, Annual Report, accessed on November 11th 2025.
- Caballero, R. J., & Krishnamurthy, A. (2008). Collective risk management in a flight to quality episode. *The Journal of Finance*, 63(5), 2195-2230. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01394.x>
- Chính phủ (2025), Nghị định số 23/2025/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 24/2012/NĐ-CP ngày 03 tháng 4 năm 2012 của Chính phủ về Quản lý hoạt động kinh doanh vàng, ban hành ngày 26/08/2025.
- Chính phủ (2012), Nghị định số 24/2012/NĐ-CP về Quản lý hoạt động kinh doanh vàng, ban hành ngày 03/04/2012.
- List, G. D. (2024). Rules. *Conditions for Listing for Good Delivery Refiners/The London Bullion Market Association*. The London Bullion Market Association.
- Madhavan, A. (2000). Market microstructure: A survey. *Journal of financial markets*, 3(3), 205-258. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(00\)00007-0](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(00)00007-0)
- Vayanos, D. (2004). Flight to quality, flight to liquidity, and the pricing of risk.
- World Gold Council – WGC (2025), Gold Demand Trends, [Gold Market And Demand Trends | World Gold Council](#), accessed on November 11th 2025.
- Wytenburg, R., Darbyshire, R. V. & Beja, A. (2021). *A Central Bank's Guide to International Financial Reporting Standards*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781513563602.069>