

大陆一级与香港二级市场资本真实性治理

——跨市场风险一致性框架

徐曼璐

佳鑫國際資產管理有限公司

DOI:10.32629/ej.v9i5.3515

[摘要] 随着资本市场双向开放加速,内地企业通过红筹、VIE及多层离岸SPV架构赴港上市增多,一级市场非标准化资本真实性风险借助跨境结构向二级市场迁移。本文构建ICMCRF跨市场资本风险一致性治理框架,以资本真实性、合规性与可追溯性为统一内核,通过“准入核验—风险量化—资金追踪—风险干预”四层递进闭环,实现系统识别、动态监测与闭环控制。通过TMT领域三类典型跨境上市案例验证框架适配性与治理契合度,提出“风险迁移—形态标准化—统一治理”的跨市场风险分析体系,为投资机构、红筹企业及监管部门提供可量化治理工具。

[关键词] 跨市场资本风险; 红筹架构; VIE结构

中图分类号: F032.1 **文献标识码:** A

Governance of Capital Authenticity in Mainland China's First tier and Hong Kong's Second tier Markets——Cross market risk consistency framework

Manlu Xu

Fortune Max International Asset Management Limited

[Abstract] With the acceleration of the two-way opening of the capital market, mainland enterprises are increasingly listing in Hong Kong through red chip, VIE, and multi-layer offshore SPV structures. The authenticity risk of non-standard capital in the primary market is shifting to the secondary market through cross-border structures. This article constructs an ICMCRF cross market capital risk consistency governance framework, which takes capital authenticity, compliance, and traceability as the unified core, and achieves system identification, dynamic monitoring, and closed-loop control through a four layer progressive loop of “access verification risk quantification fund tracking risk intervention”. By verifying the adaptability and governance fit of the framework through three typical cross-border listing cases in the TMT field, a cross market risk analysis system of “risk migration form standardization unified governance” is proposed to provide quantifiable governance tools for investment institutions, red chip companies, and regulatory authorities.

[Key words] Cross market capital risk; Red chip architecture; VIE structure

引言

资本市场双向开放加速,红筹/VIE及多层离岸SPV架构使跨境资本结构复杂化,一级市场非标准化资本真实性风险向二级市场迁移。因内地与港股监管体系割裂,传统分段风控模式难以覆盖跨境风险传导链条。本文聚焦TMT行业赴港上市红筹/VIE企业,从资本全生命周期视角,分析风险迁移与形态转化机制,构建ICMCRF跨市场资本风险一致性治理框架。该框架以资本真实性、合规性与可追溯性为内核,通过“准入核验—风险量化—

资金追踪—风险干预”四层递进闭环,实现跨市场风险的识别、量化、追踪与干预。研究在视角上突破单一市场范式,首次构建兼顾两地监管特征的一致性治理体系;在机制上揭示红筹/VIE架构作为风险迁移载体的功能;在方法上提供可量化的四层治理模型。研究为投资机构、企业及监管部门提供可落地工具,丰富跨境金融风险治理理论,未来可引入大数据与AI优化预警模型。

1 文献综述

现有关于跨境资本风险的研究整体呈现分市场、分阶段特征,尚未形成覆盖资本全生命周期的统一治理视角。

第一,一级市场资本真实性研究主要聚焦企业财务真实性、商业模式识别、投前尽调及投后管理,关注投资决策与退出管理环节,但对于企业上市后的风险迁移、风险外溢及跨市场演化关注有限。蔡贵龙等(2022)指出,一级市场财务包装与营收虚增会显著提升上市后股价崩盘风险,强调资本真实性是资本市场资源配置效率的核心前提;刘纪鹏与林蔚然(2015)也指出,一级市场隐性股权代持与抽屉协议会导致股权结构失真,为跨境资本运作埋下合规隐患。这类研究多停留在投前尽调或财务舞弊识别阶段,未深入揭示风险在上市后的跨市场迁移机理。

第二,红筹/VIE跨境风险研究侧重架构合规、资金流动与监管套利。兰邦华(2015)提出,境内外监管规则差异易引发信息不对称与跨境资金违规流动,增加系统性风险隐患;Chen(2019)认为,一级市场资金来源模糊与关联交易不透明,会显著增加跨境资本的合规风险与监管套利空间;La Porta等(2000)强调,离岸金融中心的低透明度为跨境资本风险隐匿与传导提供了制度条件。但现有研究多将VIE/红筹架构视为融资工具,忽略其作为风险迁移载体的结构性功能,未能拆解风险跨市场迁移的具体路径。

第三,跨市场风险治理研究集中于二级市场交易监管、信息披露与市场操纵防控。李建军(2023)研究发现,跨境资本风险具有非线性传染特征,会通过资金流、信息流与预期渠道在不同市场间扩散;Bebchuk等(1999)指出,VIE架构的协议控制模式会弱化公司治理机制,放大上市后的信息披露违规风险。这类研究聚焦二级市场显性风险表现,未溯源一级市场隐性风险本源,难以从根本上阻断风险跨市场传导。

综上,现有研究存在三大关键缺口:视角缺口,缺乏资本全生命周期一致性治理视角;机制缺口,未系统拆解风险跨市场迁移与形态转化的内在机理;方法缺口,缺少可量化、可落地的跨市场一体化治理模型。本文针对上述缺口,构建ICMCRF跨市场资本风险一致性治理框架,弥补现有研究不足。

2 一级市场风险跨市场迁移与形态转化机理

2.1 一级市场风险本源与分类

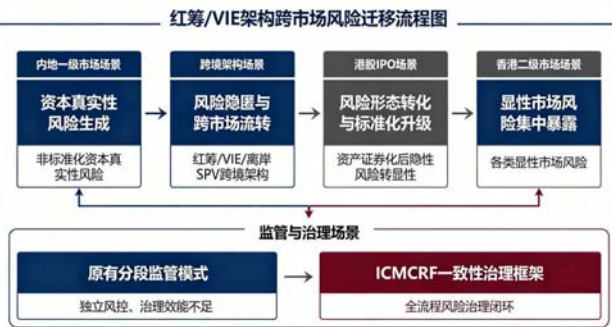


图1 红筹/VIE架构跨市场风险迁移流程图

一级市场风险的核心本源为资本与商业真实性失真,属于企业内生结构性瑕疵,无法通过上市审核彻底根除。主要包含四类风险:财务真实性失真、业务闭环失真、股权权益失真、资金往来失真。(见表1)此类风险具备隐蔽性、非标准化特征,是跨市场风险传导的核心源头。

表1 一级市场非标准化风险—二级市场标准化风险形态转化矩阵

一级市场非标准化风险类型	典型表现形式（一级）	风险迁移载体 / 路径	二级市场标准化风险类型	典型表现形式（二级）
财务真实性失真	财务造假、营收虚增、成本操纵、现金流舞弊	红筹 / VIE/SPV 架构重组、IPO 资产证券化	披露违规风险	财务造假披露、虚假陈述、信息披露违规、审计非标准意见
业务闭环失真	虚假交易、数据注水、业务模式不可持续、客户集中造假	协议控制 + 境外架构隔离、跨境融资与上市流程	异常交易风险	收入确认违规、关联交易异常、业务真实性被质疑、做空风险
股权权益失真	隐性代持、股权结构不透明、实控人资质瑕疵、表决权安排异常	多层离岸 SPV 嵌套、股权架构穿透不足	实控人合规风险	实际控制人信息披露违规、代持曝光、股权质押 / 冻结、治理结构异常
资金往来失真	体外资金循环、跨境资金违规划转、资金来源不明、关联方资金占用	跨境资金通道 + 离岸账户、规避外汇与反洗钱监管	市场操纵 / 利益输送风险	资金体外循环曝光、利益输送、关联方交易异常、市场操纵行为

2.2 红筹/VIE/SPV的跨市场迁移功能

既有研究多将跨境架构视为融资工具,本文重新界定其功能:红筹、VIE及离岸SPV架构是一级市场风险跨市场迁移的主要载体。多层股权嵌套、协议控制及跨境资金隔离等结构特征,使非标准化真实性风险得以随企业重组与上市流程迁移至香港资本市场。(见图1)

2.3 风险形态标准化机制

风险不会随市场场景迭代消失,而是通过资本市场流程完成形态重构与标准化升级。一级市场隐性风险(财务包装、虚假业务、股权瑕疵、资金循环等)在企业IPO及资产证券化后,对应转化为二级市场显性风险(披露违规、异常交易、实控人违规、市场操纵等),实现从非结构化瑕疵到结构化市场风险的完整转化。

2.4 跨市场统一风控的治理逻辑

传统单市场监管及分段风控模式仅能治理表层风险,难以溯源底层真实性问题,无法阻断风险跨市场传导。唯有立足资本全生命周期,以资本真实性为底层逻辑,构建跨市场一体化风控体系,方可弥补双市场监管割裂的治理短板,有效应对红筹企业跨境风险。风险迁移的核心触发条件主要包括,跨境架构透明度不足、信息披露不完整、离岸资金监管空白、企业内控失效、审计质量不足、两地监管规则差异带来的套利空间。

3 ICMCRF跨市场资本风险一致性框架构建

3.1 框架底层逻辑与核心治理目标

尽管一级与二级市场在风险表现与监管规则上存在差异,但风险本源均源自资本真实性失真。ICMCRF框架基于风险同源特征,确立资本真实性、合规性与可追溯性三项统一治理目标,

确保资金来源使用、财务业务真实性可验证，兼顾二级市场投资规范与监管要求，贯通资本全生命周期实现资金股权交易全程可追踪。通过确立三项治理内核，框架打破市场边界，实现跨市场风险一致性管控。在此基础上构建“准入核验—风险量化—资金追踪—风险干预”四层递进闭环框架，各层级逻辑关联、环环约束，适配一级投资、跨境重组及二级市场交易等全资本场景，实现跨市场风险的统一识别、动态监测与闭环管控。为直观呈现该框架的结构与运行逻辑，(图2)展示了 ICMCRF 四层跨市场一致性治理框架示意图，揭示了框架从底层治理目标到逐层实施措施的因果链条。



图2 ICMCRF 四层跨市场一致性治理框架示意图

3. 2跨市场一致性治理四层适配框架

ICMCRF 框架通过四层递进闭环，实现跨市场风险的一致性治理。各层在一级市场与二级市场中具有不同适配逻辑，但均围绕资本真实性、合规性与可追溯性三项核心治理目标展开。对四层治理框架在一级市场与二级市场的的功能及适配措施进行了整合，直观呈现了双市场的应用场景与操作逻辑。（见表2）

表2 跨市场资本风险一致性治理四层框架功能对照表

层级	核心功能	一级市场适配	二级市场适配
第一层	资本准入真实性核验	核查项目商业逻辑与营收真实性；审核股权结构与创始人资质；前置筛查隐性股权代持、虚假业务及违规资金往来	满足香港 SFC 合规要求；实施 KYC 主体核验、UBO 穿透核查、资金来源溯源；拦截高风险主体及违规跨境资金
第二层	风险信号量化评估	将隐性定性风险转化为可量化、可定级的标准化风险信号，实现双市场统一评级	财务异常度、商业可信度、关联交易风险、股权瑕疵风险量化；对存量真实性风险进行精准定级
第三层	资金链路动态追踪	打通一级投后管控与跨境 AML 合规断点，实现全链路资金穿透、动态监测与可追溯	构建主体风险评分、跨境资金风险评分、交易行为偏离度评分模型；量化识别标准化合规风险与交易风险
第四层	风险干预与控制	依据风险等级实施差异化处置，形成“识别—预警—处置—复盘”闭环，阻断风险扩散与外溢	穿透多层 SPV 离岸架构；追踪跨境资金划转路径；动态监测港股异常交易行为；解决跨境资金链路不透明、风险难穿透问题
		暂停出资、合规条款约束；瑕疵整改、提前退出；管控上市前存量风险，降低资产减值及退出摩擦	交易限制、资金冻结；SAR 合规报送、信息披露整改；遏制二级市场风险持续发酵与市场外溢

4 ICMCRF 框架的跨市场治理价值与场景赋能

上述说明本文构建了 ICMCRF 跨市场资本风险一致性治理框架，为资本全生命周期的风险识别、量化、追踪与干预提供结构化方法。该框架在实际应用中能够为不同利益相关方提供多层次的赋能。对于一级 VC 投资机构而言，框架通过前置识别企业非标准化真实性瑕疵，有效弥补了传统投后风控在场景覆盖上的局限，从而降低企业上市后的风险暴露概率，减少资产减值与资本市场退出摩擦，构建全周期可控的投资风险治理体系；在香港二级市场，框架推动 AML 及 KYC 合规治理前置至一级市场，实现交易风险与底层商业风险的联动管控，弥补了二级市场“重交易监管、轻本源治理”的短板，完善跨境资本全链条的合规监管体系；对于红筹企业而言，框架提供上市前标准化自查与整改机制，从源头修正财务失真、关联交易及资金异常等结构性问题，规避潜在监管处罚、披露违规及市场声誉风险，保障企业跨境合规运营。与此同时，框架为内地与香港监管提供了统一的跨市场风险标尺与治理逻辑，实现风险信息互通与跨境联合管控，为行业提供理论依据与操作参考，推动跨境资本风险规范化治理，支持资本市场双向开放。通过这种多主体、多层次的场景赋能，ICMCRF 框架在理论与实践上均展现出系统性、完整性与应用价值。

5 案例分析

为验证 ICMCRF 框架在跨市场风险治理中的适配性与逻辑合理性，本文选取 TMT 领域三类典型红筹/VIE 架构赴港上市企业进行分析，覆盖架构合规、业务财务及跨境资金三类核心风险场景。

第一，AI 赛道企业 A（架构合规风险）。企业 A 采用 VIE+ 多层离岸 SPV 架构筹备港股上市，一级市场阶段存在股权层级复杂、实控人底层权益穿透披露不完整等隐性风险，难以通过传统 IPO 审核排查。该风险在二级市场外化为信息披露违规、股价异常波动等显性风险。ICMCRF 框架准入核验层前置筛查股权架构瑕疵，风险量化层对架构合规风险进行评级，资金追踪层穿透离岸股权链路，从源头阻断风险迁移。该案例显示框架能够覆盖复杂架构类风险，验证了其在架构合规治理上的适配性。

第二，TMT 电商平台企业 B（业务与财务真实性风险）。企业 B 在多轮融资阶段存在营收虚增、交易数据注水、客户造假等非标准化风险，底层业务真实性失真。上市后，这些风险外化为信息披露违规、估值虚高、做空风险及持续监管问询。ICMCRF 框架资金追踪层穿透业务资金链路识别虚假交易与资金空转，风险干预层实施分级管控，督促企业整改财务失真问题，遏制业务风险外溢。该案例显示框架能够适用于业务与财务真实性风险场景，实现跨市场风险识别与干预。

第三，智能硬件企业 C（跨境资金流转风险）。企业 C 依托多层离岸 SPV 红筹架构完成港股上市，一级市场阶段存在离岸资金归集不规范、跨境关联资金划转隐蔽、资金来源不明等隐性风险，跨境资金穿透难度大。上市后，这些风险表现为资金披露不透明、资本运作存疑、股价波动等问题。ICMCRF 框架资金追踪层搭建境内外全链路资金穿透体系，动态监测离岸资金划转，风险

干预层对异常资金流转实施冻结、整改等差异化处置, 阻断资金风险跨市场传导。该案例显示框架能够有效覆盖跨境资金流风险, 实现跨市场风险一致性治理。

三类案例表明, ICMCRF框架可适配架构、财务、资金三类核心跨境风险, 具备源头防控、量化刻画、动态追踪、闭环治理的全流程治理能力, 落地性与适配性良好。

6 结语

内地一级市场非标准化资本真实性风险不会随企业港股上市消解, 而是通过跨境架构迁移至二级市场, 传统单市场风控存在局限。为此提出ICMCRF框架, 通过四层闭环实现跨境资本风险标准化治理。该研究构建跨市场风险分析体系, 为VC投资、企业合规及二级市场管理提供标准化工具, 并为两地监管协同提供理论依据。未来将引入大数据与AI技术优化模型, 提升框架通用性与精准性。

[参考文献]

[1]蔡贵龙, 张亚楠, 徐悦, 等. 投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J]. 管理世界, 2022, 38(08): 199–217.

[2]刘纪鹏, 林蔚然. VIE模式双重道德风险及监管建议[J]. 证

券市场导报, 2015, (10): 4–12.

[3]Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A., 2000, Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22–27.

[4]兰邦华. 移动互联网企业境内上市问题探讨[J]. 证券市场导报, 2015(2): 8–14.

[5]Chen Y, Wang X, Zhang L. Cross-border Capital Flow Risks in Emerging Markets[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, 103: 105–120.

[6]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., 2000, Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.

[7]李建军, 李俊成. 金融市场风险传染的时空效应研究[J]. 开放时代, 2023(2): 112–130.

[8]Bebchuk, L.A., & Roe, M.J., 1999, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*, 52(1), 127–170.

作者简介:

徐曼璐(1989--), 女, 山东掖县人, 硕士, 跨市场资本风险与金融犯罪防范。