

红筹博弈

——十号文时代的民企境外上市

RED — CHIP
LISTING GAME

李寿双 苏龙飞 朱锐 著

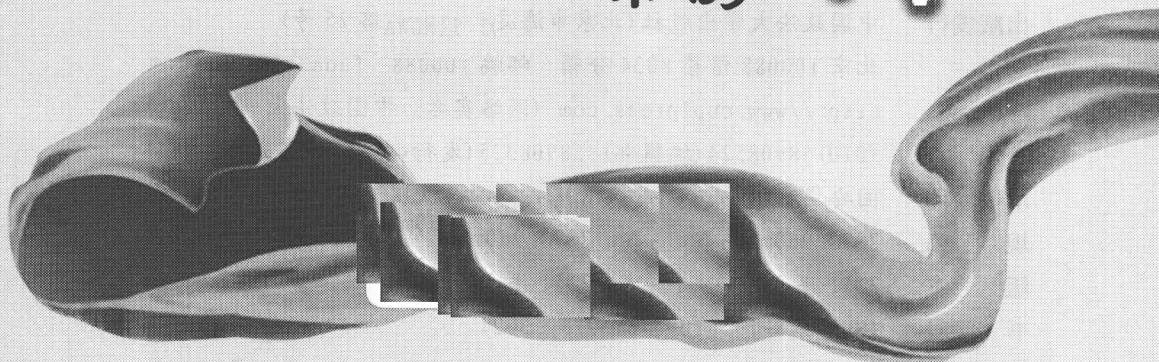
- 
- ◆ 综述篇——民企红筹上市十年回望
 - ◆ 监管篇——红筹上市的政策演变
 - ◆ 案例篇——十号文时代的15种红筹模式
 - 十号文走向前瞻



中国政法大学出版社

红筹博弈

十号文时代的
民企境外上市



中国政法大学出版社

2011·北京

图书在版编目(CIP)数据

红筹博弈:十号文时代的民企境外上市 / 李寿双, 苏龙飞, 朱锐著. —北京: 中国政法大学出版社, 2011. 1

ISBN 978-7-5620-3461-2

I. 红… II. ①李…②苏…③朱… III. 私营企业法 - 融资 - 研究 - 中国 IV. F279.245

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第004645号

- 书 名 红筹博弈:十号文时代的民企境外上市
HONGCHOU BOYI SHIHAOWEN SHIDAI DE MINQI JINGWAI SHANGSHI
- 出版发行 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路25号)
北京100088 信箱8034分箱 邮编100088 fada.sy@sohu.com
<http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
(010)58908524(编辑部) 58908325(发行部) 58908334(邮购部)
- 承 印 固安华明印刷厂
- 规 格 787×960mm 16开本 17.25印张 280千字
- 版 本 2011年2月第1版 2011年2月第1次印刷
- 书 号 ISBN 978-7-5620-3461-2/F·3421
- 定 价 26.00元

- 声 明
1. 版权所有, 侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题, 由本社发行部负责退换。

前言



冷风习习的初冬季节，中国企业境外上市却进行的如火如荼。投中集团旗下数据库产品 CVSource 统计显示，2010 年第四季度至今，共有 12 家企业登陆美国股市，融资总额达 14.80 亿美元。无论 IPO 数量还是融资金额都达到三年来最高水平。而且企业多数获得较高估值，发行市盈率超过 20 倍的有 6 家企业，其中 3 家超过 60 倍。11 月 11 日在纽交所挂牌上市的诺亚财富发行价为 12.00 美元，市盈率高达 120 倍，接近近期创业板上市企业发行市盈率最高水平。人们似乎已经忘掉了十号文，那个曾经将中国企业境外上市带入冰河期的监管新规，难道已经彻底消融了吗？^{〔1〕}

现实的情形是，十号文的利剑仍然高悬，但它从来没有真正阻挡住过中国企业利用境外资本市场的脚步。如果我们回溯到 1992 年，回顾一下中国企业境外上市的历史和监管政策的演变，我们会发现，这一领域从来都充满先行的实践和落后的监管之间的博弈，但多变的法律始终没有打消企业追求资本的原动力。中国企业境外融资（包括私募和公募）虽然艰难，但仍曲折前行。原因无他，中国企业需要境外资本市场。

我们暂且抛开 IPO 的光环效应，来看最近发生的一个发债案例，中国中化集团（Sinochem Group Corp.）在全球发行了 20 亿美元的 10 年期及 30 年期美元债券。对于 10 年期债券及 30 年期债券，中化集团的子公司准备将收益率分别定在较同期限美国国债收益率高出 208 个至 212 个基点和 228 个至 232 个基点。美国国债收益率在 11 月份大约为年 2.669%，那么中化的债券成本大约在 4.8~4.9% 左右。考虑到人民币升值因素，这笔债券的资金成本最终甚至可能低于美国国债收益率，而相比之下，中国工商银行公布的 5 年以上长期贷款的利率是年 6.14%，一来二去，企业可节约近 5~6 亿人民币的财务

〔1〕 如无特殊说明，本文中国企业境外上市指以离岸小红筹方式进行的间接上市。

成本。如果你告诉一家中国中小企业说5%可以借款，他一定会问你是月息还是年息。当中国很多中小企业苦于融资困难而铤而走险拆借月息4~5分的短期贷款时，5%的年息长期贷款是多大的一个诱惑，同时又是对企业多大的一个支持！IPO不常有，但企业融资借贷却是家常便饭。如果一个企业打通了利用境外资本市场的通道，就可以很方便地利用国际资源进行融资。相反，如果困于本地市场，贷款、发债、上市可能样样靠不上，只能沦为为高利贷金主打工的命运。

所以，我们有义务帮助中国企业搭建这座桥梁，让每一个优秀的中国企业都能沐浴到国际市场的春风，让每一个优秀的中国企业都能成为中国血统的但却是真正国际化运作的企业。中国企业从优秀到卓越，这就是其中的关键一步。

本书的主旨就在于全方位、多视角地告诉中国企业这条路的路标在哪里，并以典型性案例，诠释无数的前行者是如何成功地走过这艰难的长征路，胜利到达彼岸的。书中回顾了中国企业境外上市的全景史，梳理了中国企业境外上市监管政策演变轨迹，理清了上市路上的暗滩险阻，在此基础上，集中剖析了十余个典型性案例，解析了其中高超的操盘技巧，给后来者以启迪。最后就后十号文时代的政策走向进行了大胆展望。本书的目的丝毫不在于猎奇，更无意“揭露”任何所谓的违规，相反，我们更多是在学习前人经验的基础上，为尚处于围城之中的中国企业找到一条相对可行的道路。我们希望这条道路不仅在商业上是可行的，更希望它在法律上是相对规范的。

当然，需要说明的是，境外上市领域的法规就像一部《红楼梦》，佛家读出佛，道家读出道。比《红楼梦》有过之而无不及的是，在境外上市领域，佛家可能读出道，道家可能读出佛。所以，请有心的读者尽可能的批判和指正吧，无所谓对错。

李寿双

2010年11月22日于北京

目录



前 言	1
-----------	---

综述篇——民企红筹上市十年回望	1
-----------------------	---

1999 ~ 2000 年 萌芽期——民营企业境外上市还是弄潮儿 / 3

历史背景: ◆大部分民营企业尚未完成原始积累。

- ◆资本意识尚处于萌芽状态, 金融需求也不甚强烈。
- ◆在风险投资的支持下, 互联网企业境外上市成为一枝独秀。
- ◆互联网企业境外上市, 未能对传统企业形成示范效应。
- ◆裕兴电脑上市成为转折, 触发了政府的“无异议函”监管。

企业代表: 侨兴环球、新浪、搜狐、网易、UT 斯达康

2001 ~ 2003 年 逐步发展期——成熟的传统民企陆续选择境外上市 / 9

历史背景: ◆传统行业民营企业逐步成熟, 资金需求逐渐强烈。

- ◆境内金融供给方面的“次国民待遇”, 无法满足民营企业的金融需求。
- ◆境外投行在关注国企境外上市的同时, 也逐渐将目光转移到民营企业身上, 并推动着中国民企朝着境外上市的目标进发。
- ◆互联网低潮时期, 迫使境外 PE/VC 转而主动寻找成熟的传统行业企业, 并推动其境外上市。
- ◆“无异议函”一定程度上阻碍了这一阶段的民企境外上市。

企业代表: 创维、比亚迪、国美、金蝶、研祥、物美

2004 ~ 2006 年 全面推动期——民营企业境外上市第一波高潮 / 15

历史背景: ◆“无异议函”的取消, 给民企红筹上市打开了政策之门。

- ◆互联网行业经历了第一次低潮之后, 重新走上快车道, 外资 VC/PE 所支持的泛互联网企业进入全面丰收期。
- ◆境外 VC/PE 的投资方向开始朝着更广泛的行业扩散——服装、

食品、新能源、连锁、教育以及其他传统行业，这些传统企业在此时也迎来上市丰收期。

- ◆ 这一波民营企业境外上市的繁荣潮，外资 VC/PE 是非常重要的推动力量。
- ◆ 境内股市的刚性门槛，阻碍了一大批具有相当潜力的民营企业，迫使其转向境外上市。
- ◆ 连续多年富豪榜的炒作，给人一种强烈的感性认识：优秀的民营企业都到境外上市去了，这形成一种强烈的示范效应。
- ◆ “优质上市资源流失境外”的批评性民意，触发了十号文出台，使得红筹上市再度关闭。

企业代表：盛大、蒙牛、腾讯、分众、百度、尚德、玖龙纸业、新东方、如家

2007 ~ 2010 年 深入发展期——民企境外上市短暂回落之后再上高峰 / 21

历史背景：◆ 2007 年国内民企境外上市迎来了井喷式爆发，虽有十号文的颁布，但此阶段上市的企业多受益于“法不溯及既往”的原则。

- ◆ 境内外不同资本平台的不同价值逐步凸显，民营企业开始主动借助资本平台进行大规模的产业整合。
- ◆ 因全球金融危机影响，国内民营企业的境外上市相对进入一个低潮期。
- ◆ 互联网企业开始二次分拆上市，地产企业出现一波上市潮。
- ◆ 在法律界的推动下，涌现出了各种规避十号文红筹上市的操作手法。
- ◆ 股权分置改革、本土 VC 崛起、创业板推出，以及十号文的束缚等作用下，分流了部分民企到 A 股上市。

企业代表：汇源、味千拉面、碧桂园、百丽、复星、阿里巴巴、忠旺

附文 民营企业红筹上市的通行步骤 / 26

监管篇——红筹上市的政策演变 29

1992 ~ 1999 年 “史前时期”——着重对国企红筹的监管 / 30

- ◆ 1992 年，仰融首开先河，将华晨汽车以红筹的方式送入资本市场的最高殿堂——纽交所。此时，中国证监会尚未正式诞生，法律监管也还非常单薄，所以华晨的上市过程，尚未遇到审批

上的障碍。

- ◆随着中国证监会的诞生，红筹监管开始起步，国企的红筹上市行为开始受到约束，但依然有外资方股东利用中国法律的不清晰之处，将部分甚至绝大部分权益于境外上市。
- ◆出于维护中国概念股的形象，以及对企业以非常规渠道赴海外上市严格控制的目的，中国证监会开始与美国证交会、香港证监会等监管机关签署备忘录，着手对包括红筹在内的各项事务进行监管，红筹监管首次收紧。
- ◆香港回归前夕，“中资上市，搅活香江春水”的“红筹热”在香港市场红极一时，尤其一些地方性大型国企纷纷通过各种方式在港上市，因此引爆了重磅监管政策“九七红筹指引”的出台。

1999~2006 年 “十号文前传”——逐渐转向民企红筹的监管 / 39

- ◆1999 年，随着民企红筹开始涌现，有观点认为，“九七红筹指引”只指国企而言，因而民营企业不受该文监管。民企裕兴电脑试图绕过“九七红筹指引”的闯关行为，最终引爆专门针对民企红筹的“无异议函”制度。
- ◆伴随“无异议函”于 2003 年 4 月的取消，民企经历了红筹上市畅通无阻的短暂狂欢。但伴随而来的资本外逃问题又严重起来，在这种严峻的形势下，2005 年外管局 11 号文、29 号文接连而至。
- ◆在强大的利益集团的游说之下，11 号文及 29 号文半年之后被废止，民企红筹重启。可是，这种状况持续了不到一年时间，2006 年 8 月，六部委联合发布十号文，境外上市进入冰河期。

2006~2010 年 “冰河时代”——十号文约束下的红筹困境 / 47

- ◆外管局卡住境外公司注册，因为无论是法人还是自然人，办理外汇登记都是一次耗时费力、而且还不一定能够成功的风险之旅。
- ◆境内资产置入境外难上加难，关联并购行不通，换股收购也不通。
- ◆证监会重申审批权，问题的关键不在于证监会重新祭起了审批的大旗，也不在于审批程序有多复杂，而在于证监会根本就没有受理过红筹的审批申请。
- ◆因而，在政策博弈中衍生了各种“解释”十号文的途径。比

如，外汇登记闯关（曲线登记甚至不做登记）；规避关联并购奇招百出（吸收合并、协议控制、先卖后买、境外代持）；牵强宣称无需证监会审批（十号文前完成重组无需报批、现金收购无需报批）。

附表 红筹上市相关政策法规演变表 / 58

案例篇——十号文时代的 15 种红筹模式 62

✎模式一：利用已有外商投资企业再投资——天工国际 / 63

在十号文生效前，天工国际已经将一家内资子公司搬出境外，在十号文生效之后，利用这家已经转变成外商投资企业的子公司，以再投资的方式将剩余两家内资企业收购。这种模式具有很大的争议性，法律风险也很高，因为十号文明确规定“不得以外商投资企业再投资的方式规避”。

✎模式二：利用已有外商投资企业吸收合并——兴发铝业 / 73

在十号文生效之前，内资核心子公司兴发铝业已经变身成为外商独资企业。在后续资产的注入上，兴发铝业并未采取直接收购股权或资产的做法，而是采取吸收合并，从而实现将佛山兴发权益并入境外公司。这一做法，巧妙地规避了如天工国际案例中出现的争议。

✎模式三：利用已有外商投资企业增资——英利绿色能源 / 84

英利能源的境外红筹上市过程，其实就是一场与十号文的抢时赛跑过程。其重组的节奏与勇气，让我们不由得想到警匪片里面常见的警车追劫匪的场面，扣人心弦，戏剧性十足。而在这个过程中所运用的“增资外商投资企业”手法，无意中却成为了后来者用于规避十号文的有效方法。

✎模式四：利用已有外商投资企业子公司收购——瑞金矿业 / 95

瑞金矿业的金矿资产，皆由吴瑞林从第三方收购而来（时间点是在十号文生效后），收购来的金矿资产皆安置于自己设立的内资企业。搭建红筹架构时，吴瑞林通过自己控制的一家十号文生效前已经设立的外商投资企业，设立一家子公司，再用这家子公司（不被认为是外商投资企业）来收购境内的金矿资产，从而规避关联并购审核。

✎模式五：境外换手 + 信托持股——SOHO 中国 / 109

在十号文颁布之前，潘石屹将其控制的 SOHO 中国境内实体权益，赠予已获得香港居民身份的妻子张欣；十号文生效之后，潘石屹再将境内剩余

的权益陆续转移给妻子张欣（张欣再将所持 SOHO 中国股份设立信托），以此来规避十号文规定的关联并购审批程序。

模式六：第三方代持？——胜利管道 / 120

在十号文生效以前，胜利钢管就已经持有一家下属合资企业，在十号文生效之后，胜利钢管的实际控制人隐身幕后，“疑似”借助第三方代持的方式，实现权益和资产的转移：先是把持有的合资企业出售给境外第三方，然后再通过这家合资企业（已变身成外商独资，且表面由第三方持有）来收购境内的核心业务，从而规避关联并购。

模式七：先卖后买——银泰百货 / 128

银泰百货最吸引人之处，莫过于其开创并演练的“先卖后买”的惊人之举——实际控制人沈国军先将境内企业的权益出售给境外第三方，从而将内资企业变身为外商独资企业；一定时间之后，沈国军再在境外设立壳公司，并将企业的权益从境外第三方接盘回来。虽然该模式确实极尽折腾，但在实际操作上，也不失为在当前法律下规避十号文关联并购审批的好办法。

模式八：先卖后买·衍生版——中国玉米油 / 138

实际控制人王氏兄弟打了一个巧妙的擦边球：先将子公司协议出售给境外第三方，然后利用法律所允许的签订协议与支付款项的时间差，将企业由内资企业变更成外商独资企业；待企业身份变更完成之后，王氏兄弟再以外方无力支付收购余款为由，通过境外壳公司将企业的权益接手回来，从而规避关联并购。这种做法与银泰百货类似，但避免了境外接手方日后拒绝“回售”的风险。

模式九：协议控制——中国泰发 / 147

“协议控制”模式源自新浪网纳斯达克上市时所创造，后被普遍运用于互联网等“外资禁入”行业的企业境外红筹上市。由于其不涉及对境内权益的收购，在十号文生效的背景下，这种红筹模式逐渐被其他“非外资禁入”行业的企业所采用，以规避关联并购审批。

模式十：OEM 模式——永业国际 / 158

受十号文的限制，吴子申无法将其境内企业的权益搬出境外，便采取了一种 OEM 的方式将利润输到境外公司，进而以境外公司为主体实现上市。OEM 模式实际上是“协议控制”模式的衍生版。相同的是，二者都实现了境内企业的利润转移；不同的是，OEM 模式对境内核心企业的控制力更弱。

模式十一：虚拟跨境换股——太宇机电 / 168

整个跨境重组疑似由一组“阴阳合同”构成：在境内签订合法的“现金增资协议”，以应对境内的审批手续；而在境外则签订“换股收购协议”，并提交给美国证交会。我们或许可以这么理解，这是一种类似框架协议的安排，双方把整个交易理解为一个换股交易，而增资、收购各环节是为了实现换股的中间步骤。

模式十二：上市后收购境内剩余权益——保利协鑫 / 180

在十号文生效前，保利协鑫的大部分资产权益已经搬出境外，而对于十号文生效后未能及时挪到境外的权益，实际控制人事先以协议约定，上市后再行收购。而这个上市后的跨境关联并购，“幸运地”只需要地方部门审批即可，无需商务部审批。

模式十三：直接收购境内剩余控股权——中国忠旺 / 192

忠旺在十号文生效前就已将40%的权益搬到了境外。在十号文生效之后，通过直接收购的方式把剩余60%的权益置入境外。对于类似忠旺这种控股权依然留在境内的企业搭建红筹架构，业界向来持谨慎态度，一般不会采取直接收购的方式，而会采取持续增资的方式将控股权转移出境外，忠旺的做法可以说是完成了操作层面的一种跨越。

模式十四：借“壳”重组——长甲地产 / 206

赵长甲拥有一家十号文生效前设立的外商投资企业，作为重组的“壳”公司；为了跨境重组，赵长甲先将该外商投资企业，转让给其已经获得境外身份的妻子；然后再将各纯内资的地产项目公司，陆续装入该外商投资企业，从而将内资企业的权益转移至境外。按该案律师意思，只要拥有了十号文以前的外商投资企业，后续把纯内资企业装进去，就等同于纯内资企业在十号文以前搬出去了，因而不适用十号文。

模式十五：买“壳”重组——山东博润 / 214

山东博润的重组模式和长甲地产较为类似：由实际控制人王金淼拥有境外身份的亲属（母亲），通过一家离岸公司控制一家外商投资企业“壳公司”，再将境内的纯内资企业装入外商投资企业，从而完成跨境重组。但是，与长甲地产不同的是，山东博润重组的“壳公司”不是自己原先就拥有的，而是从第三方收购而来。因而，在法律突破层面来说，山东博润比长甲地产走得更远。

失败案例之一：优配汽配 / 222

创业股东以融资及境外上市为目的，为了规避十号文的法律障碍，而完全将企业置于自身控制之外，给自身带来巨大的商业风险。而设计交易结构的律师，因受投资方所聘请而明显偏袒资方，对于这个交易结构可能带来的商业风险，未向创业股东一方进行任何提示。

失败案例之二：苏州大方 / 226

该企业的创始人在将权益置出境外的过程中，为了规避十号文的关联并购审核，采取了“境外第三方代持”的方式。然而，由于当初未能签订代持协议，代持人反客为主将企业据为己有，创始人从此陷入到巨大的法律纠纷中，并几乎丧失了自己一手创立起来的企业以及自身的人身自由。

趋势篇——十号文走向前瞻 233

十号文的颁布实施并且已然坚持四年不改，让境外红筹上市长期处在一个暧昧状态。很多人都期盼某天十号文能突然作废，但恐怕现在除了直接相关部门的主管领导，谁都无法准确预测十号文的前途，我们只能通过若干政策信号，揣测一下“上意”。

附 篇——历年中国民营企业境外 IPO 名录 238**英文缩略语说明 260****后 记 262****声 明 264**

综 述 篇

——民企红筹上市十年回望

1992年10月9日,华晨汽车在美国纽约的上市,开启了中国企业在境外上市的先河。如果说1999年以前境外上市完全是国企的天下,那么在此之后民企则成为境外上市的绝对主力。

从某种意义上甚至可以说,是境外资本市场哺育了中国的“民企军团”。环视当前中国,那些响当当的民营企业,那些明星型的民营企业企业家,他们几乎无一不是到境外上市去了。

在民营企业于境外资本市场波澜壮阔地登台表演下,“红筹上市”被演绎得精彩纷呈,而“红筹股”的内涵与外延,也完全迥异于这个词最早被发明之时的含义。

从1999年侨兴环球纳斯达克IPO开始,民企境外上市已经持续10年时间。在这10年时间里,民企的境外上市大致可以分成四个阶段。

1999~2000年,萌芽期。这一时期民营企业境外上市还是弄潮儿,互联网企业的境外上市几乎可以视作是一支独秀,这一阶段以2000年下半年互联网泡沫破灭为结束标志。

2001~2003年,逐步发展期。互联网泡沫破灭之后,中国互联网产业进入了长达3年的低迷期,而一些成熟的传统民企则陆续选择境外上市,这一阶段以2003年年底互联网复苏为结束标志。

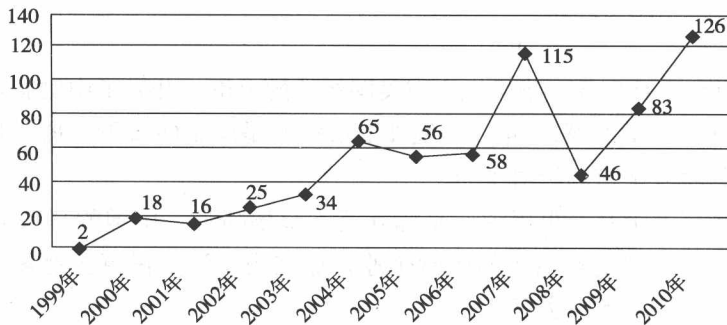
2004~2006年,全面推动期。携程网的上市宣告了互联网第二波热潮的来临,同时其他传统民营企业也迎来了大规模的成熟期,因而民营企业迎来了境外上市的第一波高潮。

2007~2010年,深入发展期。以十号文的颁布为分水岭,民营企业境外上市进入了一个新的阶段。一方面,不受十号文限制的民企大规模“赶末班车”;另一方面,金融危机的影响使得民企境外上市经历高峰之后有所回落。

整体来说，民企的境外上市是一个难以阻止的历史大趋势，只要 A 股的各项制度未能完善，民营企业终究会选择“用脚投票”。因而有人说，中国民企境外上市之路，犹如资本朝圣之路，经历起起落落，依然执着而坚定。

那么，究竟是哪些因素组成一股强大的合力，推动着中国民营企业境外上市成为波澜壮阔的历史景观呢？

民营企业历年境外IPO数量



1999 ~ 2000 年 萌芽期

——民营企业境外上市还是弄潮儿

历史背景：◆大部分民营企业尚未完成原始积累。

◆资本意识尚处于萌芽状态，金融需求也不甚强烈。

◆在风险投资的支持下，互联网企业境外上市成为一枝独秀。

◆互联网企业境外上市，未能对传统企业形成示范效应。

◆裕兴电脑上市成为转折，触发了政府的“无异议函”监管。

企业代表：侨兴环球、新浪、搜狐、网易、UT 斯达康

1999 年可称为国内民营企业的“境外上市元年”。

这年的 2 月 17 日，来自于广东惠州的吴瑞林，借着中国通讯市场行业的崛起，带着他经营了 7 年、已经成为国内最大固定电话生产商的侨兴环球，悄悄登陆了美国纳斯达克，成为首家境外上市的民营企业。^{〔1〕}当时，纳斯达克的投资者，夹带着对互联网的狂热和对中国电信市场高速成长的憧憬，在一周之内将侨兴环球的股份从 3.1 美元急速推高至 71 美元，增长 2190%。

侨兴环球的上市，比后来因登陆纳斯达克而家喻户晓的中国三大门户网站，足足早了一年有余。

作为民营企业红筹上市的首个“吃螃蟹者”，吴瑞林日后回忆道：“1995 年，侨兴电话机的产销量已经位居全国第二名，而企业完全依靠自身积累，很难再扩大生产规模、再上一个发展层次。发展所需的资金从何而来？贷款，对于国有企业来说，或许不是件难事，但对民营企业而言却难于上青天。在国内 A 股上市，更是不可能，民营企业很难得到上市保荐名额。这些路都走

〔1〕 也有一种分析认为，1999 年 2 月 8 日在新加坡上市的鹰牌陶瓷是第一家境外上市的民营企业。但是鹰牌陶瓷上市之时，其最大股东为佛山市禅城区石湾街道办，从企业性质来看，这是一家集企业或者乡镇企业。

不通，逼得企业要转变思路。我开始把大量的时间和精力放在研究国际资本市场上……”

在当时国内民营企业普遍还在靠着原始积累进行滚动式发展的背景下，侨兴环球的境外上市，显得格外前卫。而在此时，日后诸多境外上市的知名民营企业，要么刚刚创业，要么尚未成立：日后以“网商”号召天下的马云，其创办的阿里巴巴网站才刚刚上线3个月；创造“蒙牛速度”的牛根生，还在“去职伊利高管”的低谷中徘徊；“企鹅帝国”的马化腾则正在捣鼓着一款叫 OICQ（QQ 的前身）的小众软件；而无锡尚德的施正荣干脆还处于创业的“史前时期”。

真正让红筹上市开始进入民营资本视线的，是2000年前后互联网企业的上市。当年，中华网以及新浪、网易、搜狐三大门户网站的密集上市，促成了中国互联网企业境外上市的第一波浪潮。于是，纳斯达克、风险投资、海外上市等等开始成为人们热议的话题。

1999年，中国的互联网行业已是热浪袭人，各种门户概念的网站层出不穷。其中新浪、搜狐、网易三大门户网站独领风骚，虽然尚未盈利，但人气已是异常旺盛。

曾在摩根士丹利任职的曾子墨在《墨迹》一书中回忆：“1999年，互联网热潮席卷欧美。任何一家公司，只要名字前面冠以e或者i，又或者后面加上com，就会迅速变身为资本市场的宠儿，其年纪轻轻的创始人也将立刻身价倍增，富可敌国。”

当时，具有港资背景的中华网抢先于1999年7月在纳斯达克上市。其股票代码取名为CHINA，因而成为纳斯达克无可争辩的“首家中国网络概念股”，并得到投资者的极大追捧（其20美元的招股价，开盘即升至60美元）。

这家名不见经传、排名非常靠后的中文网站，能够抢先上市并获得如此追捧，无疑强烈推动了国内的三大门户网站的上市进程。

曾子墨详细描述了摩根士丹利和高盛之间的“新浪争夺战”：摩根士丹利借着王志东新当选新浪CEO的机会，最终反败为胜成为新浪的上市保荐人。她形容新浪确实是摩根士丹利“抢”来的，而且是“明目张胆、硬生生地从高盛手中抢来的”。

但是，新浪的上市却远未有中华网那么幸运。2000年4月初新浪上市前

夕，纳斯达克的互联网泡沫已经临近破裂状态。王志东回忆道：“我们开始路演的时候，纳斯达克指数是4900点。等一周以后，从新加坡到纽约，纳斯达克变成3400点，一下子缩水了1/4。当时最恐慌的是，泡沫破灭了。”

正是在这种资本市场异常严峻的形势下，新浪以远低于预期的招股价，逆势登陆纳斯达克。新浪上市当天，原本有11家企业计划上市。但后来有9家企业因股票认购不足而临时撤下来，无限期推迟上市。

而晚于新浪两个多月上市的网易和搜狐，则更为悲惨，网易甚至一上市即跌破发行价。

接下来便发生了众所周知的“纳斯达克股灾”，股指被横斩3/4，全球互联网产业进入了长达3年的“冬季”，三大门户网站一度沦为了一美元以下的“仙股”，甚至面临被摘牌的危险。

然而，三大门户网站也是幸运的，他们抢在互联网泡沫破灭之前上市融得了一笔资金，以使自己得以熬过漫长的3年“冬季”。事后王志东形容道，“新浪总算是赶上了末班车，是从门缝中钻出来的”。从中不难读出王志东当时“面对复杂局势的焦虑、最终惊险逃过一劫的幸运”之双重心境。三大门户网站上市之时皆未实现盈利，而亏损的企业（无论前景如何的美好）在国内无论如何是无法上市融资的，若非纳斯达克，只怕三大门户网站皆难以熬过这个漫长的“冬季”。

第一波互联网企业上市热潮中，新浪担当了极其特殊的角色。新浪的境外上市，给整个互联网产业带来了极其深远的影响。它开创了中国互联网企业境外上市的“新浪模式”，为后续互联网企业登陆境外资本市场扫清了政策障碍，拓宽了传统意义上的红筹上市的形式。

在当时，中国的互联网政策还处于不清晰的状态，信息产业部对境内互联网公司海外上市，更是属于政策空白。因而，许多计划在美国纳斯达克上市的网络公司都未敢轻举妄动。

从1999年9月开始，新浪开始和信息产业部沟通。“当时的想法是，希望公司各地的运营都是合法的。由于国内互联网的发展很快，又没有相应的立法，因此灰色地带非常多。”王志东回忆说。

当年9月底，时任信息产业部部长的吴基传在一次讲话中认定互联网内容服务（ICP）为电信增值服务，根据中国的政策法规，这块不许外资进入。