



SPAC 能否成为新经济的“起飞器”？

作者：刘竹波

邮箱：liuzhubo@xinhua.org

SPAC 即特殊目的并购公司，其运作机制与以生物、医药、科技等创新企业、中小企业为代表的新经济发展需求契合度高。SPAC 对中国市场有哪些借鉴意义？能否成为新经济“起飞器”？

编辑：张 骐

审核：杜少军

官方网站：www.cnfin.com

客服热线：400-6123115



图表目录

图表 1：美国 SPAC 市场募资统计	3
图表 2：SPAC 运作流程.....	5
图表 3：香港与美国在 SPAC 上市制度的主要差异.....	6
图表 4：港交所首单 SPAC.....	7

SPAC 能否成为新经济的“起飞器”？

SPAC 即特殊目的并购公司，也称为“空白支票公司”，通常是由私募股权公司或特定行业专业人士作为发起人设立的公司，通过壳公司 IPO 募集资金并购有实质业务的私营公司来帮助目标公司完成快速上市，以信托形式管理发行普通股、优先股与期权，上市时唯一资产为 IPO 时募集的资金。与 IPO 的借壳上市不同，SPAC 是发起方自己造壳，其本身并没有实际业务，无需对壳资源进行详尽的调研，可以避免壳资源或有负债及法律等诸多风险，仅需根据上市规则要求在一定期限内通过完成并购，未来企业融资的可持续性较强。

美国 SPAC 市场由火爆到降温

SPAC 的运作融 IPO、认股权证、反向收购、PE 管理等多种工具于一体，实现了并购交易的投资化甚至资管化，2019 年起在美国市场持续火爆。根据 SPACInsider 的数据，2019 年-2021 年，在美国上市的 SPAC 数量和募资总额不断飙升：2019 年 SPAC 上市数量为 59 家，总募资额为 136 亿美元，到 2020 年升至 248 家和 833 亿美元，首次超越了传统的 IPO 数量，平均上市规模也达到历史新高。2021 年，SPAC 数量和募资总额进一步升至 613 家和 1625 亿美元。然而，2022 年一季度市场开始有所降温，截至 2022 年 4 月 19 日，在美国 SPAC 上市数量为 58 家，募资总额 103 亿美元，平均上市规模也创下 2015 年以来最低。

图表 1：美国 SPAC 市场募资统计

Year	IPO Count	Gross Proceeds(mms)	Average IPO Size(mms)
2022	58	10,333.1	178.2
2021	613	162,532.3	265.1
2020	248	83,379.0	336.2
2019	59	13,608.3	230.6
2018	46	10,751.9	233.7
2017	34	10,048.5	295.5
2016	13	3,499.2	269.2
2015	20	3,902.5	195.1
2014	12	1,749.8	145.8
2013	10	1,455.3	145.5
2012	9	490.5	54.5
2011	15	1,081.5	72.1
2010	7	502.5	71.8
2009	1	36.0	36.0
Total	1,145	303,370.3	

*Includes over-allotment proceeds
 **Last updated Apr 19, 2022 08:06 PM

来源：SPAC Insider

总体来看，美国 SPAC 市场由近几年持续火爆到开始有所降温有以下几点原因：

首先，从宏观市场环境来看，SPAC 模式近年来的持续火爆，主要是新冠肺炎疫情影响下多国超低利率、宽松流动性等超常规刺激政策影响的产物。低利率提高了企业估值，资本过剩的背景下投资方有望获得较大的潜在收益。同时，企业被并购的价格由企业和发起人谈判决定，企业方有望

获得更高的估值。随着全球疫情形势的缓和，全球主要经济体货币政策框架或被重新评估，直接影响市场预期。

其次，随着 SPAC 模式受到市场青睐，新加坡、香港等地为了构建更加多元化的资本市场，着手研究并实施新 SPAC。2021 年 9 月 17 日，港交所公布《有关收购特殊目的公司咨询文件》（下称《咨询文件》），SPAC 开始登陆香港市场。港交所在《咨询文件》中表示，设立 SPAC 上市制度的理由主要是与美国证券交易所竞争来自大中华及东南亚地区公司上市，让香港维持具有竞争力的国际金融中心地位。据报道，在 SPAC 热潮有所降温的情况下，2021 年 8 月，英国金融市场行为监管局（FCA）又放宽了对 SPAC 上市的要求，如不再要求特殊目的收购（SPAC）公司在披露交易计划时暂停上市等。因此，来自英国、新加坡、香港等其他多元化资本市场的竞争、对优质企业的争夺也成为美国 SPAC 市场规模下降的重要因素。

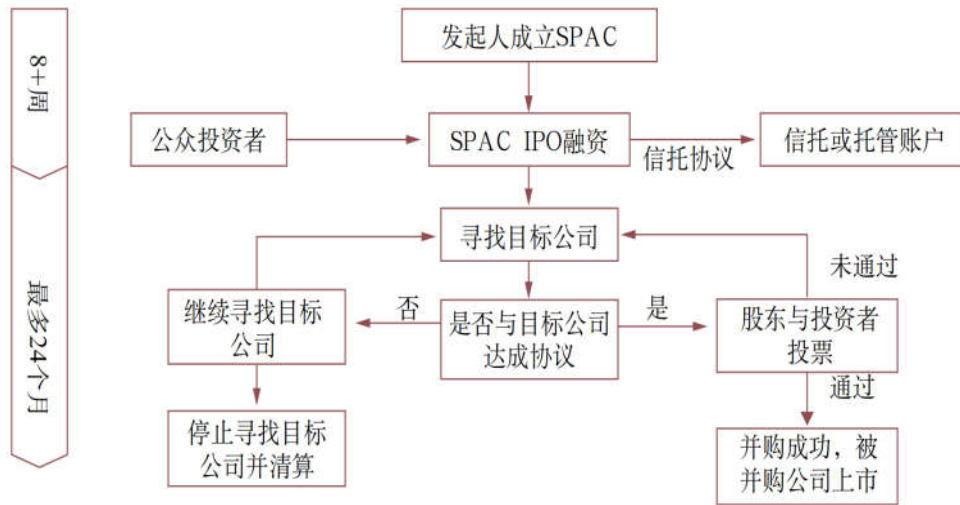
与此同时，SPAC 模式的合规性与规范性正受到越来越严格的监管要求，尤其是在信息披露和投资者保护等方面。2021 年 3 月以来，美国监管层多次向 SPAC 投资者发出风险提示。2021 年 3 月，美国证监会提出，SPAC 壳公司与企业合并前，需要准备满足证监会要求的账簿和记录性文件，并对公司内部风控提出具体要求。2021 年 4 月，美国证监会发布 SPAC 声明，规范认股权证的会计处理，除了监督 SPAC 流程中的信息披露事宜之外，还将对 SPAC 相关会计问题进行调查。2021 年 12 月，美国证监会提出包括股票销售新规、更严格的披露要求和责任义务等新规设想，对 SPAC 进行更加严格的监管。

SPAC 机制与新经济发展需求契合

SPAC 运作机制与以生物、医药、科技、教育等创新企业、中小企业为代表的新经济发展需求契合度高。一般而言，SPAC 融资模式运作流程主要包括组建 SPAC 设立、上市与 De-SPAC 两个阶段。在 De-SPAC 阶段，SPAC 在设立时约定的期限（最多 24 个月）内寻找合适标的，以并购重组的方式让标的公司实现上市。如果在约定期限内没有找到合适的标的完成并购，那么这个 SPAC 公司将面临清盘。

与传统 IPO 相比，通过 SPAC 融资的周期较短，上市率较高且更适合资产、盈利规模较小的中小企业。根据 SPAC Insider 数据，2021 年美国 SPAC 公司涉及行业分布中，医疗、信息技术、自动化、金融等行业分布占比较高。

图表 2：SPAC 运作流程



来源： 华宝证券

中国证监会市场部原副主任王雪松认为，与传统 IPO 的“公司上市募资”不同，SPAC 模式更多是“资金寻找公司”，可以充分发挥投资管理机构的作用，降低中小企业、创新型企业进入二级市场的难度。与此同时，De-SPAC 享有“安全港”原则，即 De-SPAC 过程中，发起人和拟并购企业可以向公众投资者提供前瞻性信息和相关估值材料。特别是当拟并购企业是处于新业态或者拥有新产品的时候，前瞻性信息的披露有助于促成 De-SPAC 的完成、实现上市目的，也有助于上市后公司的市值成长。

港交所在设立 SPAC 时十分注重专业性投资机构参与，对发起人、投资者，以及独立第三方投资者（PIPE）都设置了严格的要求，可以更好地迎合我国内地企业，特别是新经济企业目前的实际需要。毕马威（KPMG）报告指出，传统上市的估值模式牵涉大量投资者，不利于新经济企业取得合理估值。相反，SPAC 制度下企业的估值主要取决于发起人和 PIPE，香港 SPAC 制度讲究专业性的优势将被放大，而新经济企业也有望受惠于此取得理想的估值。这既反映了香港与美国在 SPAC 上市制度的主要差异，也是港交所挖掘优质企业资源、打造有竞争力的国际金融中心的重要抓手。在中概股回归的大背景下，SPAC 有望成为香港新股上市的一个主流，帮助更多的创新型、成长型新经济企业在香港上市融资。

图表 3：香港与美国在 SPAC 上市制度的主要差异

	香港	美国
发起人	至少一名持 10% 发起人股份的 SPAC 发起人是证监会 6 号或 9 号持牌人	对发起人没有设定硬指标，经验及往绩记录只是考虑因素之一
投资者	SPAC 证券买卖仅限专业投资者参与	没有限制
PIPE	必须引入 PIPE，并因应目标公司的估值规模设定了不同的 PIPE 最低比例	没有规定必须引入 PIPE

来源：KPMG

对中国市场的借鉴意义

基于以上分析，SPAC 对中国市场有哪些借鉴意义？能否成为新经济“起飞器”？

SPAC 热潮反映出企业快速融资需求的旺盛，尤其是一些短期内无法满足 IPO 要求同时又亟待提高市场专业化估值获得上市融资的新经济企业。对于投资者而言，宽货币背景下 SPAC 模式为寻找潜在成长性资产提供了较为理想的渠道，同时也伴随着披露信息不充分、并购失败、泡沫化等风险。2021 年 9 月，证监会主席易会满在第 60 届 WFE 年会开幕式上指出，SPAC 模式的上市融资正在对传统的 IPO 模式形成了颠覆性挑战。但该制度是否在每个市场都具备条件，需要进一步跟踪和研究。

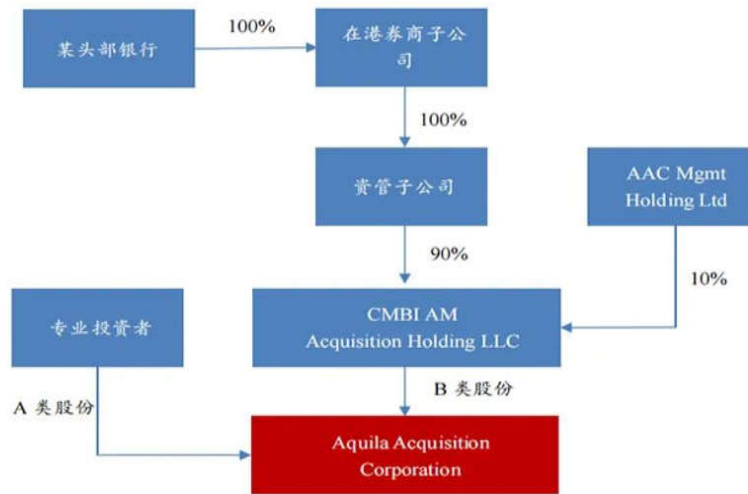
目前国内无论沪深主板、创业板、中小板、科创板，还是新三板、北交所等都无法支持 SPAC 模式上市，但大部分专家学者普遍建议进一步深入研究 SPAC 关键制度设计，充分借鉴 SPAC 融资模式的运作框架和创新元素，引导社会资本“投早”“投小”，创新金融支持新经济企业方式，助力科技创新企业快速成长。

港交所设立 SPAC 机制后，国内银行系金融机构已尝试通过在港券商子公司和 SPAC 模式探索投贷联动方案，2022 年 3 月，特殊目的收购公司 Aquila Acquisition Corporation 在香港交易所主板上市，其并购目标计划重点关注亚洲特别是中国“新经济”行业（如绿色能源、生命科学及先进科技与制造行业）内有科技赋能的公司。

兴业研究认为，这种模式下 AAC 的背景优势可以得到显著发挥：在资产端，可以利用商业银行的项目获取能力寻找到足够多的优质项目；在产品端，AAC 可以借助头部银行全球网络优势、在港券商在 PE 团队、财富管理业务、企业金融业务、结构化融资业务等方面的优势，为并购提供结构化融资等高附加值的综合解决方案，确保并购成功；在募资端，股权类资产可以包装为资管产品，通过商业银行线上和线下渠道销售。

因此，银行通过 SPAC 模式开展投贷联动、支持科创企业上市融资这一模式对于我国传统金融机构更好地帮助科创企业早期融资，开展投行和资管等业务创新具有较强的可复制性和借鉴意义，关键在于打通募、投、管、退各个环节，通过投贷联动、公私联动等方式提高综合效益。

图表 4：港交所首单 SPAC



注：AAC Mgmt Holding Ltd的股东包括AAC管理团队人员

来源：招股说明书 兴业研究

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。