



# 全球SPAC上市模式的研究与探寻

## Research on the SPAC Listing Model

卫以诺 彭丽芳

**摘要：**近年来，特殊目的收购公司（SPAC）上市模式受到全球资本市场欢迎。2021年8月，英国宣布放宽对SPAC上市的规则；9月初，新加坡交易所SPAC主板上市规则正式生效；9月底，香港联交所就SPAC上市机制进行征询，越来越多的证券交易所开始研究并着手实施新SPAC。特别美国纳斯达克市场，通过SPAC上市的企业数量和募资规模都创出了历史新高。国内的部分企业也伴随着SPAC的热潮，纷纷在境外使用该模式。因此，了解SPAC的概念、发展历史及运行情况，展望其未来的发展趋势，并对未来国内引入展开讨论就显得十分必要。

**关键词：**特殊目的收购公司 上市模式 运行方式 未来发展

**Abstract:** In recent years, the Special Purpose Acquisition Company(SPAC) listing model has been welcomed by the global capital market. Stock exchanges around the world have been studying the use of SPACs, putting the legal framework in place and launching their own versions of the product. In August 2021, the United Kingdom announced the relaxation of its rules for SPAC listings. In early September, the Singapore Exchange SPAC main board listing rules officially came into effect, and at the end of September, the Hong Kong Stock Exchange held consultations on the SPAC listing mechanism. On the NASDAQ market in the United States, the numbers of companies listed through SPACs and the scale of fundraising have reached record highs. Some domestic enterprises have also jumped on the SPAC bandwagon, employing this model on overseas markets. Therefore, it is necessary to understand the concept, development history and operation of SPACs. It is also essential to anticipate future development trends and discuss the future application in the domestic market.

**Keywords:** SPAC, Listing Mode, Operation, Future Development

作者单位：华宝证券股份有限公司研究创新部。



## 介绍SPAC

### SPAC定义及性质

SPAC的英文全称为Special Purpose Acquisition Company，翻译成中文就是特殊目的收购公司，根据美国证监会（SEC）官网的介绍，特殊目的收购公司被定义为一家没有具体业务的公司，其设立的目的是通过首次公开发行（IPO）募集资金，以收购合并另一家私有公司，即SPAC并购交易（De-SPAC Transactions），从而使得该私有公司快速上市。因此，特殊目的收购公司也被称为“空头支票公司”（Blank-Check Company）。

SPAC不同于传统的IPO，它的性质更像是一种另类IPO模式。与IPO的买壳上市不同，SPAC是由发起方（或投资人）自己造壳，其自身并没有实际业务，公司账户里只有募集的现金，并根据上市的规则要求在一定期限内通过并购非上市公司来实现注入业务和价值增值。本文认为，SPAC



与IPO的买壳上市不同，SPAC是由发起方（或投资人）自己造壳，其自身并没有实际业务，公司账户里只有募集的现金，并根据上市的规则要求在一定期限内通过并购非上市公司来实现注入业务和价值增值。



可以理解作为一种集直接上市、反向并购、私募基金等金融产品特征于一体的另类IPO模式。

### SPAC运作框架

SPAC上市的主要流程分为两个阶段。第一阶段为SPAC的设立与上市，8周左右即可完成。由投资领域资深投资人或有专业背景的管理团队发起，并组成包括投资银行与律师事务所在内的发起人团队，一旦SPAC设立，则SPAC应向SEC提交IPO申请，其中步骤包括：公司与SEC进行预备会议、向SEC提交注册登记表、SEC审查注册登记表、交易所复核、路演及挂牌上市。值得注意的是，SPAC募资的资金需要全数存放在托管账户，日后用作合并或收购。

当SPAC上市成功，则为第二阶段：寻找目标公司，反向并购，此阶段须在24个月内完成。当SPAC公司确定具体目标公司，应与目标公司商议，并聘请承销商等专业机构为合并或收购的项目进行一系列尽职调查及财务审计等，若达成协议，SPAC则需要征求股东对收购公司的批准，一旦股东们批准了SPAC的合并，并购将会结束，目标公司将成为新公司上市交易，进行二次融资；若公司在24个月内未能觅得收购目标，则面临清盘风险。但SPAC发起人可以申请延期，向全体股东发起延期投票，若投赞同票的股东大于50%，则可以顺利延期，一次投票最多可以延期3个

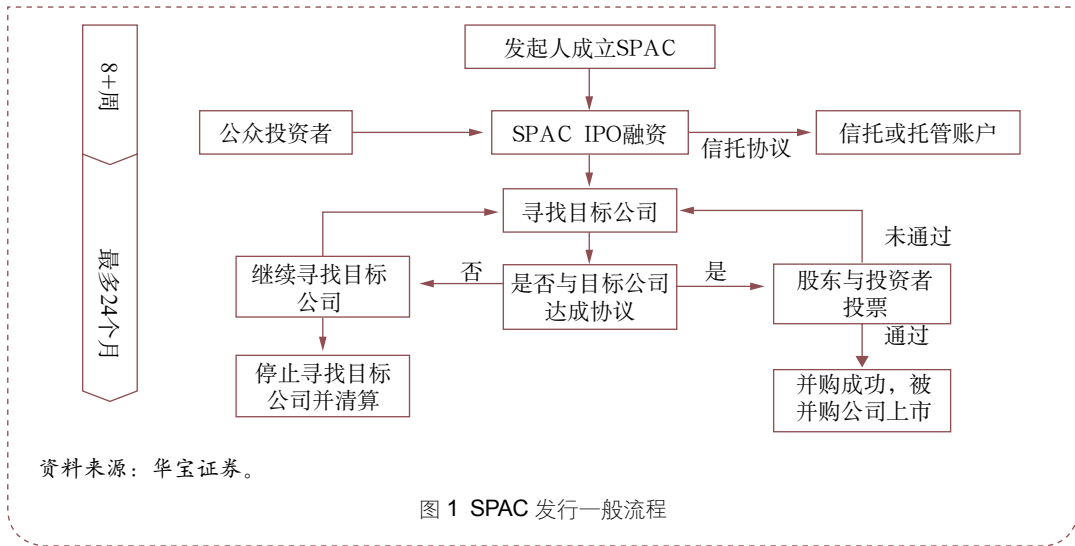


图 1 SPAC 发行一般流程

表 1 传统 IPO 与 SPAC 模式对比

对比内容	传统IPO	SPAC
时间	12-18个月	4-6个月
监管部门审批	需要	不需要
定价估值	相对偏低	准确
成本	高（一般为10%）	相对较低(一般为5.5%)
融资成功率	低	高
上市门槛	高，对资产、盈利规模等方面有一定要求	低，较适合资产、盈利规模较小的中小企业

资料来源：华宝证券。

月，最多可发起4次。

### SPAC上市机制的优势

#### SPAC与传统IPO对比

相较于传统IPO，SPAC具有时间周期短、成本低、灵活性强、融资成功率高等优势，对于拟上市公司及投资人都非常具有吸引力。

时间周期上来看，SPAC上市模式耗时更短，相同条件下传统的IPO需要至少1

年时间，而SPAC一般可在4—6个月完成。

定价机制上来看，SPAC定价更加准确，传统IPO采取询价机制定价，而SPAC上市价格由拟并购公司与SPAC发起人协商决定，对定价过程有较大的控制权，受到市场风险更小。

成本费用低，SPAC承销费率最高为所募资金总规模5.5%，其中2%在SPAC上市时支付，其余3.5%则在SPAC并购交易交



割时支付。而美国传统IPO费用，一般包括律师费用、保荐人费用、中介费用、公开发行人说明书费用以及承销商的佣金，大概在为100—150万美金左右，同时也要支付8%—12%的筹资佣金，成本在筹资额的10%以上。

融资成功率来看，SPAC融资难度较小，并购成功率高。并购过程中，仅需SPAC与被并购公司双方达成并购意向即可完成并购，并购成功率较高。

### SPAC与借壳上市对比

相比于借壳上市，SPAC公司账面上主要资产是现金，壳公司干净，无实际经营活动，不存在或有负债及法律诉讼等风险，无须像买壳上市公司需要对壳公司进行详尽的尽职调查，省去了买壳费用以及尽职调查的中介费。据统计，有近90%的借壳上市公司无法持续进行融资活动，而SPAC以普通股和认股权证的发行，保证了未来可持续融资。

## SPAC发展历史

SPAC的发展历史，归纳一句话就是：始于加拿大兴于美国。但细分来看，SPAC整体发展有四大阶段。

### 始于加拿大（1987年—1992年）

SPAC的概念在加拿大产生，1987年为了加快对矿产企业的收购，加拿大阿尔伯特省量身创建了一种新型上市模式—资本库公司（Capital Pool Company，CPC），资本库融资模式是最早SPAC概念。目前，加拿大多伦多证券交易所创业板（TSX-V）市场中风险投资和中小型新兴企业依然允许CPC上市模式。

### 引入美国（1992年—2008年）

1992年，时任GKN证券首席执行官的戴维·纳博斯（David Nussbaum）设计了一种新型空白支票公司上市的模式，首次将SPAC上市推向市场。据美国专利和商标局记载，GNK证券于1992年11月注册了“Specified Purpose Acquisition Company”的商标并于20世纪90年代初完成了13家

表 2 借壳上市与 SPAC 模式对比

对比内容	借壳上市	SPAC
成本	需要支付借壳费用	无须支付借壳费用
融资成功率	低，且上市后90%借壳上市公司无法融资	高，持续融资
交易场所	场外交易	场内交易
交易量	低	高
公司背景	复杂，可能存在壳公司历史负债及相关法律诉讼等问题	简单，无实际经营活动，壳资源纯净，无历史负债及法律诉讼等问题

资料来源：华宝证券。



SPAC公司上市包销业务。作为一种帮助和服务公司上市的特殊金融工具，SPAC一开始的推出并没有在市场上引起多大的反响。1997年，受到美国全国交易商协会（National Association of Securities Dealers）的监管，GKN证券被指控操纵股票，罚款72.5万美元并要求返还140万美元给投资者。据美国证监会报道，GNK证券于2001年9月退出证券业务，其注册的“SPAC”商标也于2001年被取消。

2003年，传统IPO无法满足企业上市的及时性和融资性需求，加之互联网和科技企业的爆发式增长，资本市场的参与者们再次将目光投到了SPAC。2007—2008年，美国资本市场SPAC的IPO数量达到巅峰，分别占2007年及2008年的整个IPO数量的31%及55%。随着2008年美国次贷危

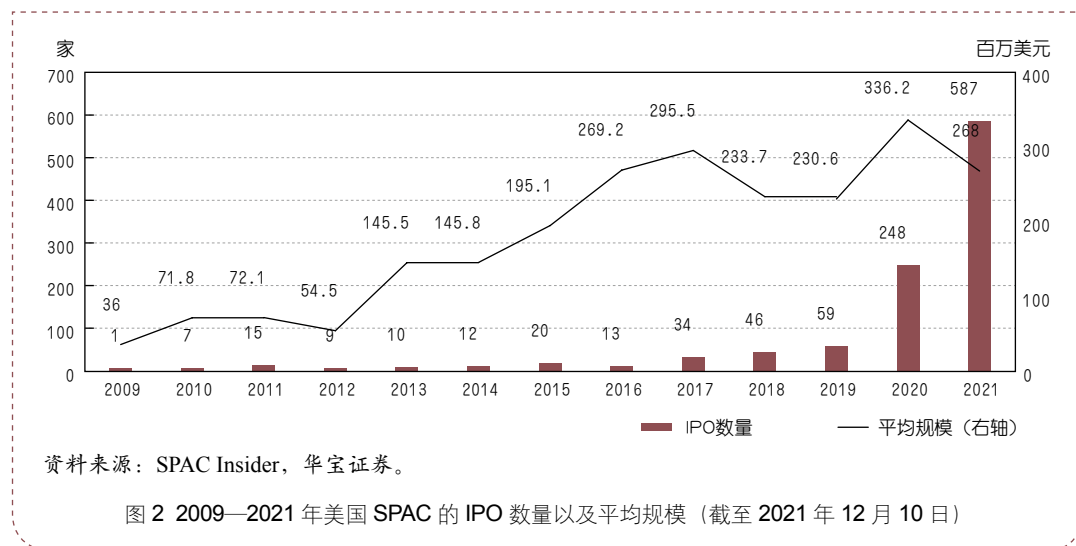
机的爆发，SPAC数量也跌至谷底。

### 稳步发展（2009—2019年）

2008年全球金融危机后，美国经济陷入低谷，为了激活金融市场，纳斯达克和纽交所制定了SPAC上市制度，此前只能在OTC市场登陆的SPAC壳公司在上市制度得到调整后，摇身一变就可以直接在纽交所或纳斯达克登陆，SPAC的上市政策进一步放宽。这一政策的变化推动了SPAC的发展，根据SPAC Insider数据显示，2009年，SPAC方式上市的公司仅有一家，募集金额为0.36亿元，而后十年进入稳步发展阶段，SPAC数量和募集金额平稳上升，至2019年，共59家SPAC公司成功上市，募集资金达到1.36亿元。

### 高速发展（2020年至今）

2020年以来，受疫情影响以美国为首





的西方国家经济体放松货币政策，释放大  
量流动性，全球资本市场急需优质资产，  
各地证券交易所纷纷放宽SPAC准入条件，  
吸引了众多具有上市意愿的民营企业加  
入，近两年SPAC迎来爆发式增长的高速时  
代。据SPAC Insider数据，截至2020年底，  
美国SPAC上市248家，募资已超800亿美  
元，在美股IPO市场占据近55%，发行规  
模首次超过传统IPO。2021年以来，SPAC  
热度持续攀升，截至2021年12月10日，  
美国SPAC上市数量已达到587家，募资金  
额高达1 573亿元，不管是数量还是融资金  
额都远远超过2020年全年总量，可见2021年  
SPAC的火爆程度。

## SPAC发展现状

### 2021年：SPAC数量大爆发

根据SPAC Insider最新数据，近十余  
年来，美国SPAC首次公开发行（IPO）数  
量及平均IPO规模均呈上升趋势。但是由  
于2020年新冠疫情的冲击，市场的不确定  
性使得IPO表现疲软，更多企业把目光转  
向SPAC上市模式。截至2021年12月10日，  
美国SPAC成功上市的数量为587家，较  
2020年增长1倍多；总募资金额为1 573.04  
亿元，较2020年增长了88.66%；平均IPO  
规模较2020年有所下降，下降了20%，但  
仍高于前十年平均水平。

### SPAC成功上市率：占两成

SPAC Insider数据显示，从2009年

至2021年12月10日，全球总共有1 338家  
SPAC公司发起上市，其中约有566家，即  
总数的42.30%目前仍在寻求（Searching）  
合并目标企业中，这意味着一场全球范围  
内优质资产的收购交易抢夺战大幕即将拉  
开。完成收购合并的SPAC公司数量为355  
家，占比26.53%；已宣布并购目标的企业  
占总数的比例为8.45%，最终完成注册上  
市的SPAC公司目前有277家，占据总数的  
20.70%。另外，有27家约2%的SPAC公司  
未在规定时间内完成并购，并被清算。

### SPAC公司发行规模：5亿美元以下

根据SPAC Track数据，2021年SPAC  
IPO发行规模集中在1亿美元至5亿美元的  
区间，占据发行总体的78.57%，发行规模  
在1亿美元至2.5亿美元的SPAC公司则占  
总体的37.76%，发行规模在2.5亿美元至5  
亿美元的SPAC公司占总体的40.82%，较  
2020年有所上升；发行规模在10亿美元以  
上的只占3.06%，但较去年的2.11%有所上  
升。值得注意的是，12月2日在美国纳斯  
达克上市的东南亚网约车和送餐服务巨头  
Grab，募资45亿美元，创下SPAC募资规模  
新高。

### SPAC承销商分布：涵盖大部分投行

在SPAC上市过程中，承销商主要承  
担两部分职责，一是寻找合适的潜在投资  
者，二是在上市后承担做市商职能。美国  
上市的SPAC公司的承销商主要包括传统大  
型投行，例如花旗集团、高盛、菲茨杰拉



德公司、瑞士信贷集团摩根士丹利等，也有像Early Bird Capital这样专门服务SPAC上市的专业投行。

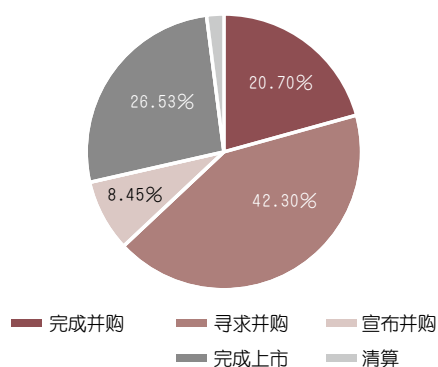
据SPAC Research数据，2021年参与了SPAC的承销的券商共有110家，比2020年新增了39家。从承销额和承销数量上看，花旗集团以106家SPAC上市公司，214.65亿美元的承销规模占据榜首；2020年排名第一的瑞士信贷集团于2021年跌落至第四位，承销SPAC公司数量为57家，较2020年增长19家，承销规模较去年下降11%。

### SPAC目标标的及所属区域

根据SPAC Research数据，2021年SPAC公司目标行业呈现多元样态，并购目标多集中于资产规模较小、盈利水平较低、但成长性较高的初创企业，其中医疗

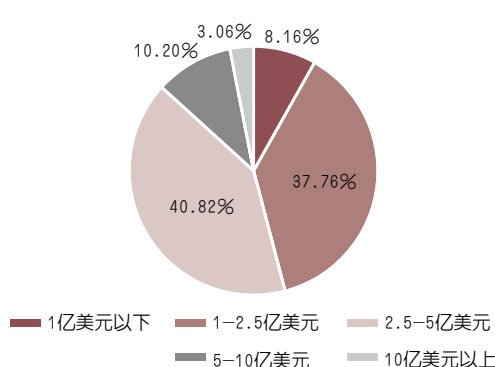
健康是最受SPAC发起人欢迎的收购目标，信息技术、自动化、金融等也在市场上占据较大份额，此外还包括传统的能源、地产、工业等行业。

2021年，美国/加拿大已完成IPO的SPAC公司占比最大，为122家；隶属于欧、亚、拉丁美洲等的SPAC公司数量占比较小，发展空间大。其中隶属于亚洲的已完成IPO上市的公司有3家，分别是医疗健康公司Longevity Acquisition Corp（目标公司：4D Pharma）、能源公司RMG Acquisition Corp（目标公司：ReNew Power），及东南亚科技独角兽GRAB（目标公司：Grab），其中于12月2日完成并购的Grab以近400亿美元的估值，刷新了全球SPAC上市交易规模的最高纪录。



资料来源：SPAC Insider，华宝证券。

图3 美国 SPAC 公司发行状态最终情况  
(截至 2021 年 12 月 10 日)



资料来源：SPAC Insider，华宝证券。

图4 2021年美国 SPAC 公司募集资金规模

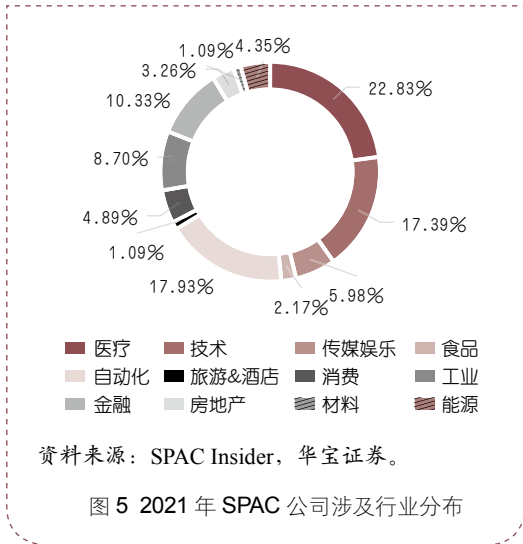


图 5 2021 年 SPAC 公司涉及行业分布

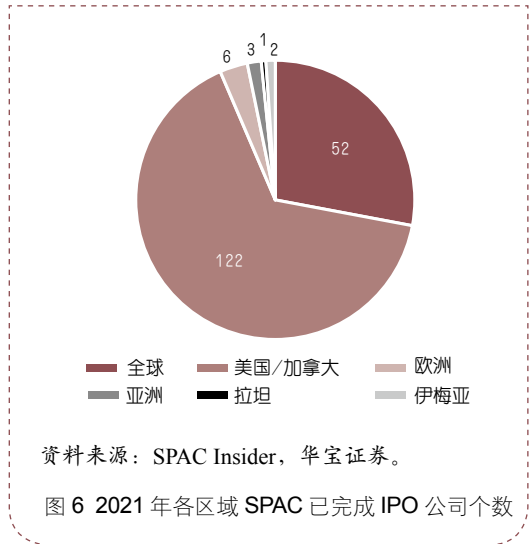


图 6 2021 年各区域 SPAC 已完成 IPO 公司个数

## SPAC未来发展趋势

### 全球资本市场的发展趋势

在SPAC的快速发展下，除了美国和加拿大外，英国、新加坡等证券市场纷纷调整上市制度以更好地接纳SPAC模式，促进交易所的投融资功能。其他的地区如日本等也积极研究，推进SPAC上市模式的落地。

### 对SPAC的合规与风险管理要求

SPAC上市后，需要在规定时间内完成并购，但截至目前市场上有500多家SPAC在寻求并购目标，市场上又没有足够的优质企业可以被并购，因而SPAC面临极大的并购压力，若未完成并购，发起人需自行承担前期运行的初始资金的损失。因此为了能顺利完成并购，发起人可能降低标

准，在未进行充分尽职调查的情况下就匆匆完成并购，为了融到更多的资金，发起人也可能夸大、粉饰项目而有意无意忽略项目风险，在成功并购后可能由于一些未察觉的潜在风险，给投资人带来损失，也将损害发起人自身在市场的威望和信誉。

从拟上市企业角度来看，SPAC可绕开传统IPO上市的一系列严格审查制度，众多无法通过传统IPO融资的拟上市企业，期望能够通过SPAC完成并购上市，为了成功上市，拟上市公司可能会隐瞒自身运作方面的重大消息，进行虚假陈述，从而导致发起人出现决策失误，损害投资者与发起人利益。

投资者保护方面，虽然SPAC的股票有价格低廉、灵活赎回等特点，但是待SPAC上市合并后，投资者面临与投资一般



表 3 全球交易所 SPAC 上市模式情况

国家/地区	2021年状态	具体情况
英国	放宽了对SPAC上市的要求	2021年8月，英国金融市场行为监管局（FCA）放宽了对SPAC上市的要求。具体：一，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；二，修改SPAC上市规则，其中包括：将SPAC在首次上市时需要筹集的最低金额从2亿英镑降低到1亿英镑；将拟议的2年时限运营期延长至3年，且延长至2年半无须获得股东批准
新加坡	运行SPAC上市模式	2021年3月31日新加坡交易所（SGX）发布SPAC主板上市监管框架草案并公开征求意见。2021年9月2日SGX公布了SPAC主板上市的正式规则并于次日生效，新加坡成为亚洲首个允许SPAC上市的金融中心
瑞士	运行SPAC上市模式	2021年12月6日起，SPAC将允许在其主流交易所SIX-Group交易和上市
日本	积极筹划引入SPAC模式	研究方案中
中国香港	研究制定中	2021年9月17日，香港交易所全资附属公司香港联合交易所有限公司公布了关于推行“特殊目的收购公司”（SPAC）上市机制征询市场意见，以吸收优质SPAC来港上市

资料来源：华宝证券。

上市公司同样的风险，且相对宽松的监管与信息披露要求都给投资者带来了潜在风险，投资者盲目追随“大佬”发起人参与投资，可能会导致亏损，不利于金融市场的稳定发展。

### 监管机构对SPAC的关注

不论是已经实施SPAC上市的美，还是正在做SPAC上市安排的其他国家或地区，均在考虑对SPAC上市加强风险管控。2021年3月，美国证监会SPAC提出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，4月初，SEC表明会仔细研究SPAC及其目标公司提交的文件和信息披露，4月底，SEC宣布将着力监督SPAC流程中的信息披露，并对SPAC相关会计问

题进行调查。12月，美国SEC主席詹斯勒继续紧盯SPAC，要求工作人员对SPAC进行更加严格的检查，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。

因此，全球的监管正在趋紧，SPAC模式的合规性与规范性正受到越来越严格的监管要求。

### 国内市场的研究与推进

于中国而言，越来越多的互联网以及新兴模式企业通过SPAC模式在境外上市。目前，国内无论沪深证券交易所上的主板、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，现行的上市规则与标准并无此类空壳上市，再进行并购重组的先例。目前香港交



国际资本市场正逐渐加强SPAC的监管，完善信息披露制度，提升交易透明度，严格把控SPAC准入门槛，更加重视对于公众投资者利益的保护，控制潜在的投机行为。

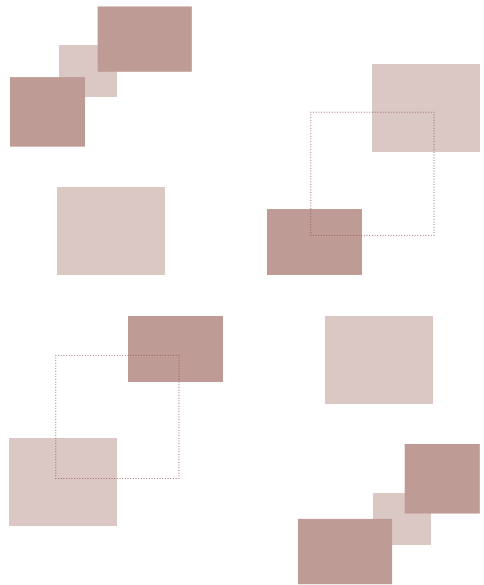


交易所正规范、稳步的推进SPAC模式，有望成为SPAC上市模式的新战场，对于国内的沪深和北京证券交易所今后是否可以研究实施，2021年9月，证监会主席易会满在第60届WFE年会开幕式上指出，SPAC模式的上市融资正在对传统的IPO模式形成了颠覆性挑战。但该制度是否在每个市场都具备条件，需要进一步跟踪和研究。但不可否认，SPAC为中小企业带来新的融资机会，这与我国资本市场支持中小企业发展的愿景是一致的。但目前我国注册制推行时间较短，SPAC模式与我国现有上市制度存在冲突，因此对于A股市场是否引进SPAC上市制度，不应操之过急。

展望未来，一方面，国际资本市场正逐渐加强SPAC的监管，完善信息披露制度，提升交易透明度，严格把控SPAC准入

门槛，更加重视对于公众投资者利益的保护，控制潜在的投机行为。另一方面，可以利用香港资本市场的灵活创新性，开展SPAC模式的试点，以吸引更多发起人和拟上市的国内机构通过SPAC在港上市。我们也有理由相信，诸如更具活力的北京证券交易所也可借鉴SPAC的运作模式，为国内中小企业开辟新的融资渠道，创新融资方式，更好地服务实体经济发展。[N]

学术编辑：卢超群



资料来源：

[1] 王娟.SPAC的探源与镜鉴[J].清华金融评论,2021,(7):2

[2] 张锐.美国股市SPAC的创新运作与价值评判[J].对外经贸实务,2021(5):14-18.