

# Discussion on the Development and Challenges of Special Purpose Merger and Acquisition Companies

Xiao Yuan

Bernard M.Baruch College-Cuny, Zicklin School of Business, New York, 10010, America

## Abstract

Since SPAC regulations were introduced into Hong Kong, China on January 1st, 2022, Hong Kong had become the fourth administrative district applying SPAC in its stock market in Asia-Pacific area after Korea, Malaysia, Singapore. As a replacement for traditional IPO, SPAC has the characteristics of shorter listing time and relatively low listing requirements. In the same time, SPACs also have problems such as uneven qualifications of shell companies, difficulties in integration of related parties. Moreover, investors are unknown about whether this new transaction tool can be applied in Asian market smoothly. In this paper, the origin and development of SPACs, the listing and exit mechanisms, and the prospects and challenges faced by SPACs will be discussed.

## Keywords

SPACs; IPO; Hong Kong Stock Exchange; Asia-Pacific; origin and development; Chinese concept stock

---

## 论特殊目的并购公司的发展及需要应对的挑战

袁逍

纽约市立大学 - 巴鲁克学院杰克林商学院, 美国 · 纽约 10010

### 摘要

自从港交所于2022年1月推出SPAC上市机制以来, 中国香港成为继韩国、马来西亚、新加坡之后第四个引入SPAC的亚太地区, SPAC上市的运作模式也越来越受到亚太乃至全世界投资者的关注。作为传统IPO的替代, SPAC具备上市时间阵线更短、上市要求相对较低的特点, 同时, 它也同样存在壳公司资质参差、借壳上市存在整合难度等问题。与此同时, 作为从欧美引入的新型交易结构, 在引进亚洲市场是否存在水土不服的现象, 投资者们目前还不得而知。论文将介绍SPAC上市模式与传统上市模式的区别、SPAC的上市与退出机制, 并且讨论SPAC在亚洲市场的发展前景及需要应对的挑战。

### 关键词

SPACs; 上市; 港交所; 亚太; 起源与发展; 中概股

---

## 1 引言

SPAC 上市机制成为近年来资本圈的热词, SPAC 也成为除传统 IPO、借壳上市以外的另一种上市选择。论文将较为全面地介绍 SPAC 上市制度, 对比 SPAC 相较于传统 IPO 的优势, 并且就 SPAC 引入亚太市场所面临的现状进行分析, 同时在文末将给出对 SPAC 未来发展的一些预判与建议。

## 2 SPAC 的定义与起源

SPAC 直译过来为“特殊目的并购公司”, 也称作“SPAC 平台”, 是目前在英美资本市场一种特殊的上市公司模式。我们可以将 SPAC 理解为一个壳公司, 里面只有现金, 没有实质的业务。SPAC 作为一家壳公司, 存在的意义在于: 自其成立之日起, 其唯一的目的是去寻找一家优质的公司

(并无对其盈利水平的硬性要求) 将其并购, 使其最终完成间接上市, 同时获得由 SPAC 这个上市公司平台募集而来的资金。需要注意的是, 根据美国证监会相关规则, SPAC 上市时不能有提前确定的并购目标 (pre-determined target), 因此也不同于我们平时所理解的专项基金。

SPAC 这种融资方式最早发源于加拿大和澳大利亚的矿业企业, 但是后来在更开放和鼓励创新的美国和英国, 取得了真正意义上的成功<sup>[4]</sup>。2017 年 8 月 22 日, 太平洋特别并购公司与播思国际控股公司 (Borqs International Holding Corp) 完成并购, 实现具有革命性意义的中国首家 SPAC 模式上市公司。

2021 年 9 月 2 日新加坡交易所 (SGX) 公布了 SPAC 主板上市的正式规则, 新加坡由此成为亚洲首个允许 SPAC 上市的金融中心。中国香港紧随其后, 于 2022 年 1 月 1 日正式全面准许实行 SPAC 上市机制。从此, SPAC 机制开始在亚太市场的全面扩张。

---

【作者简介】袁逍 (1993-), 男, 中国湖北武汉人, 硕士, 从事审计与税务研究。

### 3 SPAC 与传统 IPO 上市的对比

因为 SPAC 目前主要针对赴美上市，那我们将讨论的范围缩小至中国企业赴美上市，从而更加精准地对比。相比传统的赴美上市，通过 SPAC 赴美上市的优势主要有如下几点。

#### 3.1 SPAC 赴美上市的时间阵线更短

传统的中概股赴美上市最短耗时 1 年之久，其中包括财务审计阶段、律所进场、券商投行进场、递交证监会、路演和挂牌 6 个阶段。以阿里巴巴为例，自 2013 年 9 月 10 日马云以内部邮件形式正式公布阿里未来上市之后的合伙人制度为开始计算，到 2014 年 9 月 19 日阿里正式于纽交所挂牌，时间跨度不多不少，正好为一年；而理论上来说，SPAC 公司在 3~6 个月之内就能通过 SEC 的上市要求，而在上市后的几天里就可以完成与目标公司的并购，从而使目标公司实现“闪电上市”。以贾跃亭旗下的法拉第未来为例，自 2020 年 10 月 5 日，公司首席执行官布雷诺特菲尔德宣布公司未来将通过与一家 SPAC 进行反向合并为开始计算，到 2021 年 7 月 22 日，FF 正式于纳斯达克挂牌上市，中间仅用时 10 个月不到。由此看来，SPAC 相比传统赴美上市在上市时长上更具优势。

#### 3.2 SPAC 上市成本更低

据不完全统计，中概股赴美上市的平均单笔承销费用率为 5.28%，相当于是拟上市公司募集 100 亿资金，将有 5.28 亿被用于承销费。而 SPAC 则无需支付占 IPO 费用大部分的承销费，大大减少了上市成本。

#### 3.3 SPAC 不涉及历史遗留的相关负债及法律问题

SPAC 中只存在现金资产，并没有任何主营的业务，其存在的意义单纯为了并购另外一家拟上市公司，所以其本身非常“干净”，使得最终的并购流程大多进展顺利。而传统的 IPO 则需要历经一道非常严格且复杂的审计流程，公司历史遗留的瑕疵很可能影响公司实现顺利上市。

#### 3.4 SPAC 上市对投资者来说风险可控

尽管相对于 A 股，美股上市门槛相对较低，但仍然存在相当一部分上市失败的案例，上市失败意味着投资者的钱将无法顺利收回；然而 SPAC 投资者则不必承担并购失败的风险，即使并购失败或不看好并购标的决定撤出，SPAC 投资者也能安全拿回自己在托管账户里的投资金额以及产品的利息。

## 4 SPACs 的构成要素及持股结构

### 4.1 SPAC 的构成要素

SPAC 的构成要素主要包括设立地、发起人、股份种类、单位证券、信托账户、并购标的资格等几大要素。

#### 4.1.1 SPAC 设立地

一般选择特拉华州（针对美国公司）or 开曼 / 英属维尔京群岛（针对非美国公司）（注：特拉华州作为避税天堂，

吸引了 50% 的美国上市公司以及 64% 的财富 500 强公司在此设立总部）。

#### 4.1.2 发起人（Sponsor）

SPAC 上市平台的发起人，一般是寻找行业内具有声望的行业领袖以及知名投资机构旗下的资管以及私募基金，比如香港首家 SPAC 公司——新风天域的发起人，中国香港前财政司司长梁锦松，以及港交所第一家挂牌的 SPAC 公司——Aquila Acquisition 的发起者招银国际资管。

#### 4.1.3 股份种类

A 类股份 / B 类股份：B 类股份是指发起人股份，而 A 类股份针对美股和港股则有不同，美股中的 A 类股份是针对全体社会公众股，而港股中的 A 类股份则仅指专业投资者（中国香港专业投资者，个人 800 万港币资产门槛，法人 4000 万港币资产门槛）。由此可以合理地联想到目前港股 SPAC 上市公司的股票流通性应低于美股。

#### 4.1.4 单位证券（Unit Securities）

一般来说一份单位证券包括了一份普通股和一定比例的可赎回认购权证，给到投资者日后机会去以行权价买入更多的普通股。以首家在纽交所上市的非美国 SPAC 公司——新风天域为例：单位证券价格为 \$10 A 类普通股和 1/2 份可赎回认购权证。而每份认购权证持有人有权以每股 11.5 美元的价格，购买未来在市面上流通的一份 A 类普通股。

#### 4.1.5 信托账户（Trust account）

募集来的资金会通过信托账户进行管理。IPO 上市后，信托账户内的资金，包括创始人的认购款以及公众投资者的认购款。对于信托账户里的钱，SEC 并无明文规定用途限制，可以用于购买理财，一般来说会倾向购买短期低风险理财产品。在反向并购发生之后，放在信托账户里面的资金会用来支付并购对价，也会用来支付大约 3.5% 的承销尾款。

#### 4.1.6 并购标的资格

并购完成后新组建的公司须符合上市规则里所有的新上市规则，包括最低市值要求、财务合规性、尽职审查和其他书面规定。例如，不管纽交所、纳斯达克，抑或是中国香港联交所都要求，目标被并购的公司其公允市场价值必须至少大于等于信托账户中所筹集资产的 80%。

### 4.2 SPACs 并购完成前后的持股结构

具备了上述基本要素后，再来看看 SPAC 最终形成的持股结构。SPAC 持股结构分为 SPAC 平台上市时（IPO）与并购完成后（De-SPAC）两部分。前后两个阶段的持股结构如图 1 所示。

注意以下问题：

发起人的 20% 股份为所谓的“干股”，也就是免费送给发起人的激励股份；发起人作为 SPAC 平台的管理者，不收取任何管理费，而是以 20% 股份作为奖励，与公司做到真正意义上的共进退。

这里的定向私募股权投资（PIPE），就类似于我们

A 股市场上参与定向增发的私募。部分发起人会选择 IPO 时引进 PIPE，与 SPAC 签订远期股份购买协议（Forward Purchase Agreement, FRA）<sup>[2]</sup>，在并购完成之后通过私募定向发行的方式参与并购完成后新公司的投资。

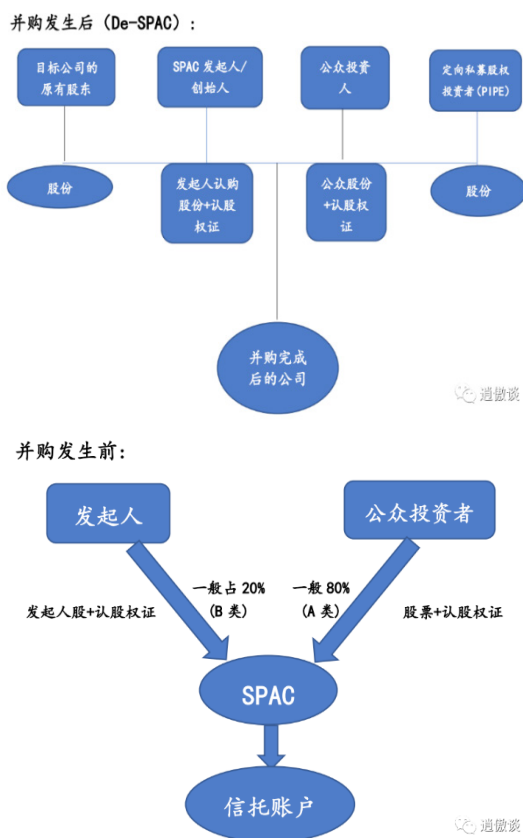


图 1 前后两个阶段的持股结构

发起人股份（B 股股份）在并购交易完成之后一般有 12 个月的锁定期，以避免发起人将 SPAC 作为短期套利工具。不过相对 A 股控股股东 36 个月起的锁定期，SPAC 的此项设置还算较为“仁慈”。

## 5 SPAC 上市的具体案例

我们以港交所 SPAC 第一股——招银国际旗下的 Aquila Acquisition Corporation 作为具体操作实例加以分析：

Aquila Acquisition，是一家注册于开曼群岛的 SPAC 公司，其成立之目的乃为一家或多家公司（并购目标）进行业务合并，计划重点关注亚洲地区（特别是中国）的例如绿色能源、生命科学及先进制造等新经济行业。根据上市规则，Aquila Acquisition 须于上市日期后 24 个月内宣布特殊目的收购公司并购交易，并须于上市日期后 36 个月内完成特殊目的收购公司并购交易。

Aquila Acquisition 的发起人为招银国际资产管理有限公司、AAC Mgmt Holding Ltd。招银国际资产管理、AAC Mgmt Holding 分别通过拥有 90%、10% 权益的 CMBI AM Acquisition Holding LLC，持有所有已发行的 B 类股份（发

起人证券）<sup>[3]</sup>。其他专业投资者则是持有 Aquila Acquisition 的 A 类股份。

需要交代：招银国际资产管理公司为招银国际旗下的全资子公司，而招银国际为招商银行旗下的全资子公司。而这里的 AAC Mgmt Holding Ltd 的股东为 SPAC 的管理团队、顾问委员会及执行董事，SPAC 的所有执行董事的任命均得到了香港证监会的许可。

有几点值得注意：

AAC Mgmt Holding Ltd. 的股东为 SPAC 的管理团队，在其所占的 10%B 类发起人股份里面，包含有 3 名顾问委员会成员、8 名董事会成员及 3 名高级管理人员，其从业经历囊括首席技术官、财务总监、基金经理、卖方分析师及首席经济学家，所专业领域涉及数字金融、私募股权、另类投资、产业研究。

AAC Mgmt Holding Ltd. 与招银国际资管作为发起人持有的 CMBI AM Acquisition Holding LLC B 类股份仅需以每股 0.0001 港元认购，但 B 类股份所占持有的 SPAC 全部股份的份额不超过 20%。同时，B 类股份在并购完成前不可被赎回、转让及交易。此规定意味着：发起人股份若想退出完成变现，必须在并购这个最终使命得以实现后才加以考虑。那在上市完成之后，B 类股票会自动兑换成 A 类股票，完成流通退出。

## 6 关于 SPAC 制度的客观评价

根据上述所讨论的 SPAC 的上市规则与结构，SPACs 的出现，确实迎合了一部分投机客的投机需求，将“空壳公司”的股价炒高，造成了一定的资产泡沫。同时，由于 SPAC 对标的资产的营利性不做考量，通过 SPAC 反向并购曲线上市似乎更像是一种“野蛮粗放式”的上市模式。

然而，SPACs 的设计者们似乎早已考虑到这个问题，通过 20%“干股”近乎免费赠与的方式作为对发起人的激励。并购成功，股价上扬，发起人股份转为普通 A 类股份完成流通退出，20% 的股份化作真金白银的奖励，是对发起人日常辛勤管理与设计智慧的认可。并购失败，两年的努力化作泡影。而为了促成并购交易的成功，发起人一般会成立专业能力突出、业内知名度高的管理人团队，从而使得 SPAC 自上市之初，其号召力、曝光度、标的择选能力、募资能力、管理水平就能在一定程度上得以保障。退一万步来讲，并购完成后，重新整合的上市公司仍将接受二级市场上残酷的风霜洗礼，最终能留在市场上的还是内在业绩优秀、成长性强的好公司。若不然，诸如贾跃亭般的资本弄潮儿，也怎会料想到在 SPAC 上市还未半年之际就收到监管层的退市警告。

## 7 SPAC 发展未来将遇到的挑战与机遇

### 7.1 SPAC 发展所需要面对的挑战

SPAC 的发起人们由于受到 SPAC 须在两年之内找到合适的并购标的（除非特殊情况向 SEC 申请延期），完成反

向并购上市的规则要求影响，最终的并购标的可能并不是最优的选择，也同样不一定最好的估值选择，那就意味着发起人们可能以较高的价格并购并非那么优质的标的。

SPAC 在二级市场上可能存在一定的逼空风险。事实上，SPAC 真实的流动率远比所公开呈现出的小，所以这就会导致当一些机构投资者在经历 3~6 个月的限售期后，在集中解禁时会因为较低的流动性出现一定程度的踩踏、逼空风险<sup>[5]</sup>。

SPAC 所遇到的信任问题：不少的投资者对于 SPAC 的运作机制以及标的公司的质量存在疑问。SPAC 的成功很大程度上取决于管理团队的能力与声誉，如果最终不能通过 SPAC 形式完成上市，将会影响投资者对于这种上市模式的信心。

## 7.2 SPAC 发展的机遇

### 7.2.1 SPAC 的传播

随着 SPAC 模式在亚洲市场被新加坡和香港所接受，SPAC 的潜在投资者由欧美向亚洲乃至全球蔓延。与此同时，对于 SPAC 并购标的的探寻，也从以往的集中于欧美市场向全球范围扩张，一些具有高成长性、创新性但目前尚无成熟盈利模式的独角兽企业也会越来越多地被发掘。

### 7.2.2 SPAC 的监管

①各区域证监会的监管。在 2022 年 5 月 30 日，美国证监会就对 SPAC 模式提出了新的监管要求，对 SPAC 在的发起人利益冲突、交易公平性的说明、交易细节的披露等方面提出了更为严格的规定<sup>[6]</sup>。此外，中国香港立法会早在 2022 年初决定正式引进 SPAC 制度之前就表达过 SPAC 的引入与立法会一直以来对“壳公司”的抵制的方针有所违背，但是为了保证香港的金融创新的竞争力而决定引入符合香港实情与基本法要求的香港版 SPAC 模式。这也就决定了

SPAC 在中国香港市场的应用会是个不断矫正和监管不断完善的过程。

②对普通个人投资者的保护。SPAC 的发展必然对应着更多投资者的参与，除了专业机构投资者以外还包括广大的个人投资者。中国香港的 SPAC 对个人投资者有着 800 万港币资产门槛的要求，而美国则是针对全体个人投资者开放<sup>[1]</sup>。这意味着，对于香港发展 SPAC 投资来说，想要加大 SPAC 股票的活跃度，需要逐步加大对普通投资者的开放程度，随之而来的投资者教育任重而道远。

## 8 结语

越来越多的优质企业以及具有丰富行业经验的发起人带来越来越丰富的成功案例，使得投资者对于 SPAC 投资的信心上升。大家也会逐渐意识到，SPAC 并不是主流 IPO 残次品的回收站，而是跟主流挂牌一样的一种上市方式选择。并且，SPAC 对于创新型、高科技、成长型企业的挖掘能力也会使得投资者能够更好的配置上高成长、高回报股票资产。

### 参考文献

- [1] 美国证券交易委员会.关于SPAC，你需要知道些什么？—最新的投资者公告.Investor Gov,2021.
- [2] 许星杰,黄晶晶,林恩,等.SPAC上市过程中需理解和注意的问题 [EB/OL].上海市锦天城律师事务所,2020.
- [3] Aquila Acquisition Corporation.招股说明书[R].香港交易所 (HKEX),2022.
- [4] Jeremy.近期大火的SPAC到底是什么? [EB/OL].万全智策,2021.
- [5] Donghang Zhang, Jay Ritter, Rongbing Huang.IPOs和SPACs:最近的发展[EB/OL].哈佛法学院—公司治理论坛,2023.
- [6] Tom Huddleston Jr.什么是SPACs? 解释下华尔街当前最火的主题之一[EB/OL].CNBC (make it),2021.