

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## SPAC 上市初探

2021年12月28日

### 分析师:

王雯

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300898

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

### 研究助理:

孟业雄

执业证书编号: S1380117080010

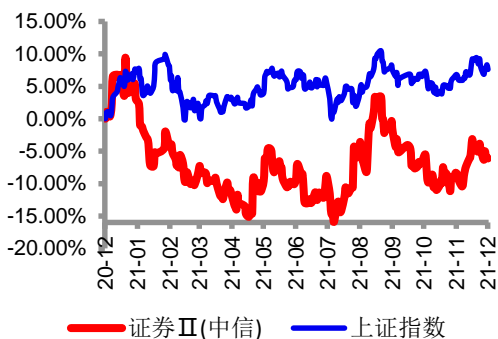
联系电话: 010-883000920

邮箱: mengyexiong@gkzq.com.cn

### 内容提要:

- 从全球范围来看, SPAC IPO的数量和募资金额均在2020年第二季度迎来向上加速的拐点, 分别达到25家和65亿美元, 第三季度82家IPO共募资金额291亿美元, 第四季度延续增长态势, 134家IPO共募资353亿美元, 2021年第一季度实现井喷式爆发, 单季共298家IPO, 募资金额达到828亿美元, 2021年第二季度募资金额断崖式下跌, 61家IPO只录得119亿美元。
- **2020年SPAC模式“爆红”为哪般:** 充足甚至泛滥的流动性是基础; 疫情是前所未有的“催化剂”; 各方利益共振是动力源泉。
- **是泡沫盛宴还是未来已来:** SPAC模式是有政策红利的, 当监管政策一旦收紧, 这种狂热将骤然降温。一种繁荣景气程度被监管政策牢牢控制、短期内井喷式爆发、又被监管提示注意风险后骤然降温的资本市场模式, 我们很难说它不存在泡沫。但从长期来看, 技术创新应用周期越来越短, 重新分割利益的诉求又是支撑本次SPAC狂潮的长期因素。
- **SPAC投资策略:** 识别市场环境是第一步; 投资优质发起人的SPAC; 分散投资于多个SPAC; 买在“流言蜚语”时, 卖在“尘埃落定”时。
- **SPAC未来发展趋势:** 加强监管补漏洞; 成为潜在上市方式之一; 国际市场竞争加剧。
- **中国大陆引入SPAC模式的可能性:** 预计短期内中国大陆引入SPAC模式的可能性不大, 原因有四: 一是北交所作为服务创新型中小企业的主阵地的定位, 短期内不会改变; 二是注册制尚待全市场实行; 三是SPAC模式与现有上市规则相冲突, 法规制度修改非一朝一夕之功; 四是国内投资者教育亟待加强, 冒然引入SPAC模式与保护投资者理念相悖。从中长期来看, 引入SPAC模式或存在一定可能性。
- **风险提示:**  
宏观经济整体下行; 行业盈利不及预期; 监管政策收紧; 改革政策推进不及预期; 国内外市场系统性风险; 中美关系恶化; 国内外疫情恶化。

### 证券Ⅱ(中信)与上证综指走势图



资料来源: Wind, 国开证券研究与市场部

### 行业评级

中性

### 相关报告

# 目录

<b>1. SPAC 概况</b>	<b>4</b>
1.1 SPAC 及其运作机制	4
1.2 SPAC IPO 情况	6
1.3 美国 SPAC IPO 和传统 IPO 情况比较	7
1.4 SPAC IPO 后的市场表现	8
1.5 等待并购的上市 SPAC 情况	10
<b>2. SPAC 中的利益角逐</b>	<b>11</b>
2.1 2020 年 SPAC “爆红” 为哪般	11
2.2 SPAC 模式中的利益关系	15
2.3 谁是狂潮中的大赢家	17
2.4 是泡沫盛宴还是未来已来	17
2.5 SPAC 投资策略	19
<b>3. 欧洲和亚洲的 SPAC 市场</b>	<b>19</b>
3.1 欧洲 SPAC 市场	19
3.2 亚洲 SPAC 市场	20
<b>4. SPAC 未来发展趋势</b>	<b>21</b>
4.1 加强监管补漏洞	21
4.2 成为潜在上市方式之一	21
4.3 国际市场竞争加剧	21
<b>5. 中国大陆引入 SPAC 模式的可能性</b>	<b>22</b>
5.1 短期内可能性不大	22
5.2 中长期或会顺应趋势	22
<b>6. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: SPAC 运作图 .....	4
图 2: SPAC 操作流程图 .....	5
图 3: 2018Q1-2021Q2 全球 SPAC IPO 数量和募资金额 .....	7
图 4: 2003-2021.8.4 美国 SPAC IPO 数量和募资金额 .....	7
图 5: 2008-2020 年美国各类型 IPO 数量情况 (个) .....	8
图 6: 2016-2021Q1 美国各类型 IPO 募资份额情况 .....	8
图 7: SPAC IPO 后的阶段划分 .....	8
图 8: 2003-2020 年美国 SPAC IPO 第一天收益情况 .....	9
图 9: 2020 年宣布并购后前 5 大涨幅的美国 SPACs .....	9
图 10: 2020 年“并购策略”在各板块股价表现情况 .....	10
图 11: 2016-2019 年“并购策略”在各板块股价表现情况 .....	10
图 12: 2020 年美国等待并购的分行业 SPAC 数量情况 (个) .....	11
图 13: 2020 年美国等待并购的分行业 SPAC 募资金额情况 (亿美元) .....	11
图 14: 2020 年 3 月-2021 年 6 月美联储资产规模与 SPAC IPO 数量情况 .....	13
图 15: 2003-2021 年美联储资产规模与 SPAC IPO 数量情况 .....	13
图 16: 2003-2021 年 10 年期美债实际收益率与 SPAC IPO 数量情况 .....	13
图 17: 2020-2021 年美国新冠确诊人数与 SPAC IPO 6 个季度数量情况 .....	14
图 18: 2020-2021 年美国每周各年龄段新冠住院人数与 SPAC IPO 6 个季度数量情况 .....	14
图 19: 2021Q2 美国著名投行参与 SPAC 并购交易的业务规模 (十亿美元) .....	15
图 20: SPAC 模式中的利益各方 .....	17
图 21: 2008-2020 年美国公司 IPO 首日收益率和道琼斯指数情况 .....	18
图 22: 2010-2019 年欧洲市场 SPAC 募资金额 (亿美元) .....	20
图 23: 2020、2021Q1 欧洲各交易所 SPAC IPO 数量 (个) .....	20
图 24: 2010-2021 年 2 月欧洲 SPAC 在欧洲市场和美国市场 IPO 规模情况 (亿美元) .....	20
表 1: 2020Q2-2021Q2 全球 SPAC IPO 单个募资金额情况 .....	7

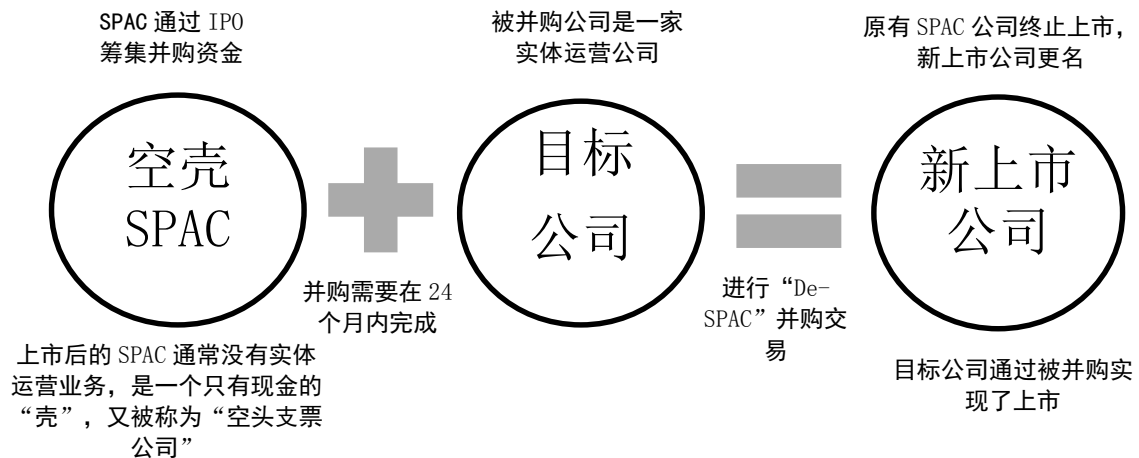
2020 年从华尔街喷薄而出的 SPAC 模式重新翻红，一举超过传统 IPO，成为企业上市新选择。金融机构、专业人士和社会名流纷纷加入这一狂潮，其热烈气氛亦引来北美、亚洲和欧洲市场侧目，大有从华尔街走向世界各地之势。SPAC 模式究竟是引领未来企业上市之路的金融创新，还是流动性宽松背景下人为制造的泡沫盛宴，谁才是这场狂潮的最大赢家，如何投资于 SPAC，中国大陆市场离 SPAC 模式又有多远，本文将解析以上问题。随着香港交易所将于 2022 年 1 月 1 日正式引入 SPAC 上市机制，这一新兴上市方式离我们又近了一步。

## 1.SPAC 概况

### 1.1 SPAC 及其运作机制

SPAC (英文为“Special Purpose Acquisition Company”)可译为“特殊目的并购公司”，正如其名，该公司成立的唯一目的就是并购其他公司，由于 SPAC 只有现金而没有实际业务，因此也经常被称为“壳公司”或“皮包公司”。SPAC 通过自身 IPO 实现上市，用上市发行权益单元的形式筹集并购资金，在 24 个月内，需要寻找到并购标的，并经过大多数股东批准完成并购，经过“De-SPAC”并购交易步骤，目标公司与 SPAC 整合为一体，SPAC 终止上市，目标公司代替 SPAC 取得上市地位，经过股票更名，一家运营实体业务的新上市公司就此诞生。

图 1: SPAC 运作图



资料来源：国开证券研究与市场部

在具体的实务操作过程中涉及一些必要参与方、环节和规则，以下做一简要说明：

#### (1) 发起人

“发起人”又被称为“创始人”或“赞助商”，SPAC 一般由资产管理人、实业公司、职业经理人、企业家、社会名流等发起，发起人至少 5 人，发起资金至少为 500 万美

元。发起人需要组建团队完成SPAC上市的全流程工作，需要承担期间发生的上市费用，作为回报，发起人往往能以5%左右的出资额获得SPAC中20%的股权。发起人是SPAC的灵魂，能否募集到足够的并购资金、能否成功并购、能否为投资者带来收益都取决于发起人的资质、能力和声望，因此，投资者投资SPAC在某种程度上就是投资发起人。尽管市场上充斥着数量繁多的SPAC，配备优质发起人的SPAC仍是投资者、中介机构和目标公司争抢的对象。

### （2）SPAC上市

SPAC在成立后的一段时间内要完成上市（通常是6个月），通过向公众投资者发行“权益单元”来募集并购资金，一个“权益单元”的发行价均为10美元，其中包含一股股票及若干份认股权证。SPAC要将IPO募集资金存放到一个托管账户，这笔资金通常进行固定收益证券投资，如美国国债。

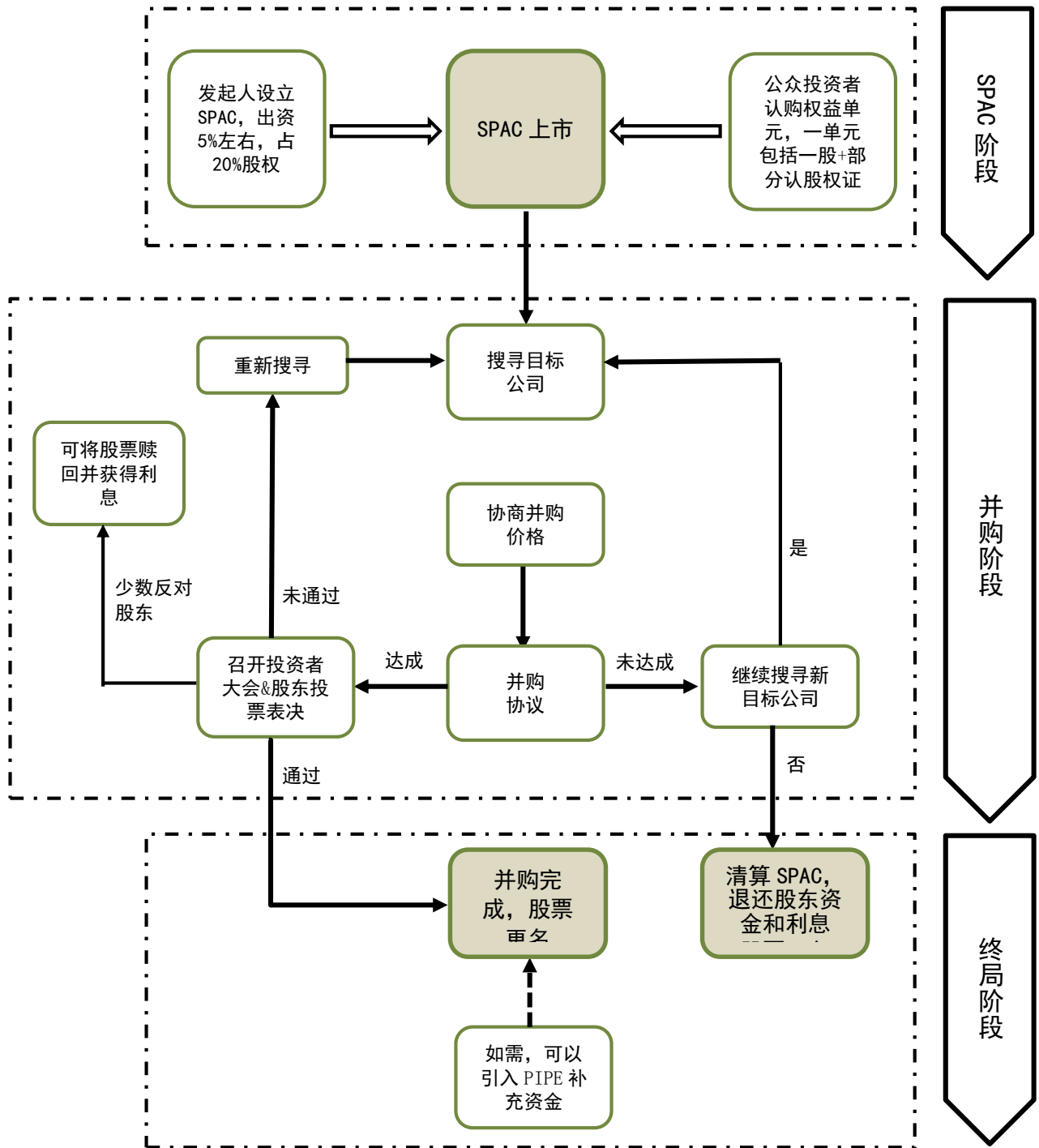
### （3）投资者拥有股票赎回权

SPAC与目标公司达成并购意向后会举办股东大会，只有多数股东投票赞成这一并购，并购才能通过，即使并购通过，个别股东也拥有退出的权利，退出股东将从托管账户中获得自己的投资资金和同期利息，同时保留认股权证。此种设计使得SPAC对于投资者来说是一种保本的买卖，想要继续参与，或可获得巨大收益，不看好并购标的，也不会因为自己的少数意见不受重视而被大众裹挟，可以全身而退，保留的认股权证还可看做是对早期参与SPAC IPO的一种额外奖赏。

### （4）并购失败SPAC清算

如果SPAC壳公司未能在2年时间内成功收购，将面临清算解体的命运，托管账户中的资金及其利息将全部退还给投资者，发起人将承担SPAC IPO 的费用损失。

图 2：SPAC 操作流程图



资料来源: 国开证券研究与发展部

### 1.2 SPAC IPO 情况

从全球范围来看, SPAC IPO 的数量和募资金额均在 2020 年第二季度迎来向上加速的拐点, 分别达到 25 家和 65 亿美元, 第三季度 82 家 SPAC IPO, 共募集资金 291 亿美元, 第四季度延续增长态势, 134 家 SPAC IPO, 共募资 353 亿美元, 2021 年第一季度实现井喷式爆发, 单季共 298 家 SPAC IPO, 募资金额达到 828 亿美元,

2021年第二季度募资金额断崖式下跌，61家IPO只录得119亿美元。单个SPAC IPO募资金额总体上也呈现出逐渐升高后回落的态势，最高值出现在2020年第三季度，单个IPO平均募资金额达到3.5亿美元，2021年第二季度这一数值创近5个季度新低，仅为2.0亿美元。此指标亦显示出SPAC IPO在经历了2020年的狂飙和2021年第一季度的井喷后，有逐渐趋冷的态势。

由于美国是全球最重要的SPAC IPO市场，因此，全球趋势亦是美国市场的趋势。将期限拉长，美国市场更凸显出SPAC IPO在2020-2021年的井喷式狂飙。2007年是SPAC IPO的一个“小年”，随着金融危机的爆发，SPAC模式归于沉寂，2020年是SPAC IPO的井喷之年，也被业界称为“SPAC元年”，截至2021年8月，SPAC IPO在数量和募资金额方面均已超过2020年全年，但增长态势有放缓的迹象。

图 3: 2018Q1-2021Q2 全球 SPAC IPO 数量和募资金额

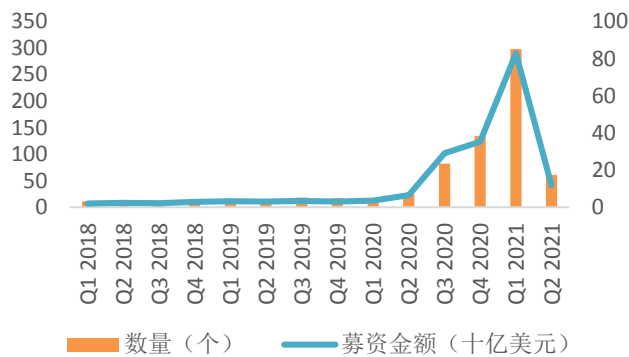
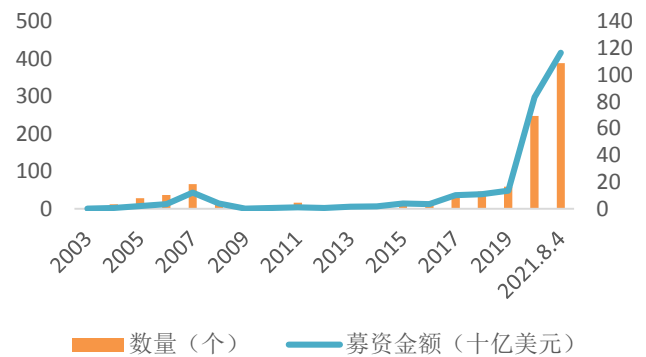


图 4: 2003-2021.8.4 美国 SPAC IPO 数量和募资金额



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

表 1: 2020Q2-2021Q2 全球 SPAC IPO 单个募资金额情况

	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
数量 (个)	25	82	134	298	61
募资金额 (亿美元)	65	291	353	828	119
单个募资金额 (亿美元)	2.6	3.5	2.6	2.8	2.0

资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

### 1.3 美国 SPAC IPO 和传统 IPO 情况比较

2020年美国的SPAC IPO数量一举超过传统IPO数量，达到248家，在IPO总募资金额中占48%，接近传统IPO募资金额，2021年第一季度，SPAC募资金额占比继续大幅度提升，达到69%，是传统IPO募资金额的2倍，SPAC IPO在美国市场2021年第一季度呈现前所未有的鼎盛之势。

不过，SPAC IPO只是空壳公司上市，是“壳公司”从公众投资者处募集来的用于后



续并购目标公司的资金，SPAC IPO的最重要任务——并购，还有待完成，简单地将其募资金额超过传统IPO视为SPAC模式超越传统IPO模式的标志是不合理、不严谨的，因为后续并购活动有可能失败，募集来的资金也将被退还给投资者，这些资金并没有流入实体企业手中。SPAC IPO募资金额的多少可被看作是公众投资者愿意参与新型并购上市活动的意愿表达，其金额超过传统IPO只能被看做是投资者更愿意参与这项新型并购以博取收益，而不是投资于已上市公司。

图 5：2008-2020 年美国各类型 IPO 数量情况（个）

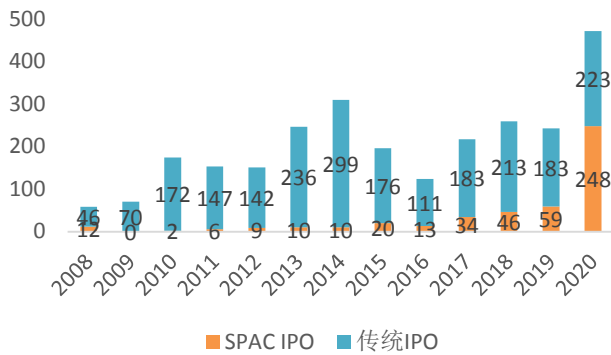
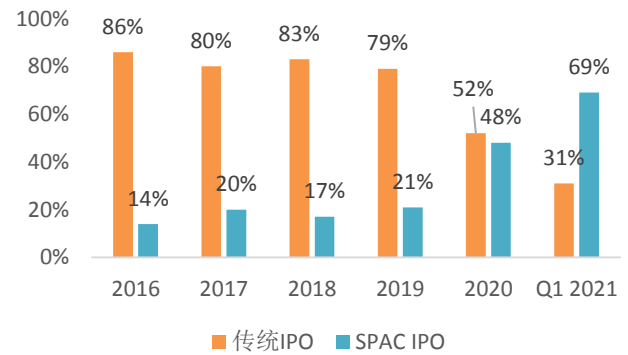


图 6：2016-2021Q1 美国各类型 IPO 募资份额情况



资料来源：Statista，国开证券研究与发展部

资料来源：Statista，国开证券研究与发展部

#### 1.4 SPAC IPO 后的市场表现

由于 SPAC 作为一家只有现金的“空壳公司”，其最大的使命是并购，因此可以并购为重要节点，划分 SPAC IPO 后的阶段，并观察对应的市场表现。SPAC IPO 后的市场表现可以分为三个阶段：第一阶段是 SPAC IPO 后到宣布并购前，第二阶段是宣布并购到并购完成前，第三阶段是并购完成以后。

图 7：SPAC IPO 后的阶段划分



资料来源：国开证券研究与发展部

第一阶段股价通常变化不大，除非发起人或市场爆出重大利空，股价一般均在 10 美元上下波动，美国 2003-2020 年 SPAC IPO 第一天的收益率可从单一时间节点显示上述规律。SPAC IPO 后的第一天收益率在-1.5%至 3.2%之间不等，中位值在 0.4%，平均值为 0.63%，表明股价在 10 美元发行价上下小幅波动。

SPAC 的股价往往在宣布并购的第二阶段大幅波动，如果拟并购的目标公司质地优异，会引起股价大幅上涨。在 2020 年的美国市场，Live Oak Acquisition Corp.



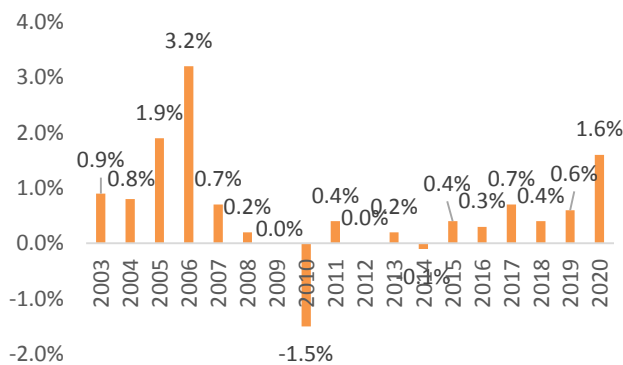
的股价在宣布并购后累计上涨 171%，Kensington Capital Acquisition 在 2020 年共录得 162% 的涨幅，TPG Pace Beneficial Finance 的股价涨幅为 154%，涨幅排在第五名的则是 dMY Technology Group，第四名 Longview Acquisition Corp 的股价在上涨 110% 达到 24.29 美元后，于 2021 年继续上涨，最高达到 27.49 美元。

宣布并购不都使股价大涨，也有大跌的情况。一家名为 CM Seven Star 的 SPAC 空壳公司就在宣布与开心汽车兼并后导致股价大跌，股价从 10 美元附近一度跌到 2.81 美元，新公司上市后股价仍然继续下跌，最低价达到 0.40 美元。

以上案例均说明并购对于 SPAC 的股价至关重要，上市 SPAC 只是一家空壳公司，SPAC 的未来命运系于并购，优质并购标的能使 SPAC 股价大涨，劣质并购标的会使股价大跌。新公司上市后一切尘埃落定，股价表现更加取决于并购标的的质地。

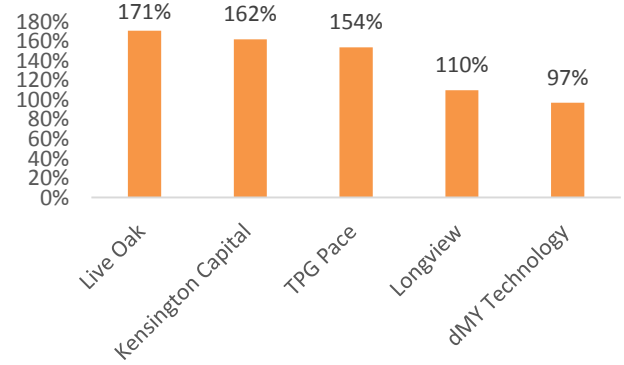
并购完成后的第三阶段股价如何，SPAC 股价的涨幅主要来自于何处？有数据显示，股价涨幅主要发生在并购完成之前。在 2020 年的标普 500 板块和 SPAC 板块中，同样采取“并购策略”进行投资，并购完成前，股价涨幅分别为 20% 和 46%，并购完成后，股价涨幅分别为 13% 和 16%。2016-2019 年的数据略有不同，但支持了在并购完成以前，并购策略在 SPAC 板块更有效率的结论，SPAC 板块并购策略的股价涨幅为 46%，大幅跑赢标普 500 板块的 17%。但在并购完成后，SPAC 板块大幅跑输标普 500 板块，两者的股价涨幅分别为 -14% 和 40%。以上数据表明，在并购完成前，并购策略在 SPAC 板块能比在标普 500 板块取得更高的收益，并购完成前的第二阶段是 SPAC 股票获取超额收益的最重要时段，并购完成后第三阶段的 SPAC 股价表现要取决于市场整体状况，当市场强劲上扬时，SPAC 板块股价与标普 500 板块不分上下，但当市场缓慢增长偶有波动时，SPAC 板块股价表现就远不如标普 500 板块，甚至录得较大跌幅。

图 8：2003-2020 年美国 SPAC IPO 第一天收益情况



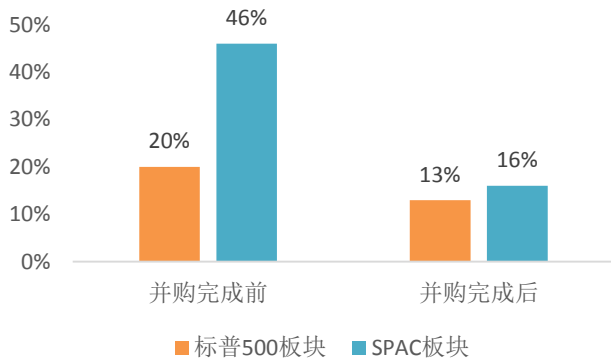
资料来源：Statista，国开证券研究与市场部

图 9：2020 年宣布并购后前 5 大涨幅的美国 SPACs



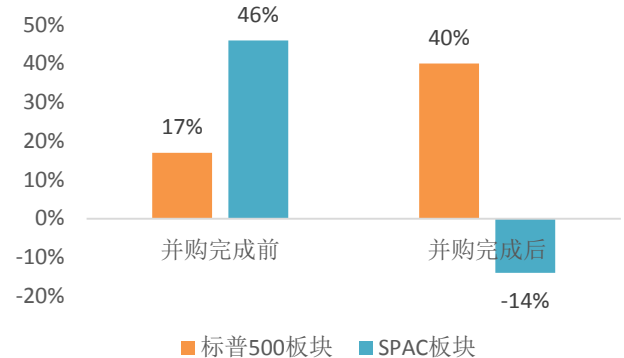
资料来源：Statista，国开证券研究与市场部

图 10: 2020 年“并购策略”在各板块股价表现情况



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

图 11: 2016-2019 年“并购策略”在各板块股价表现情况



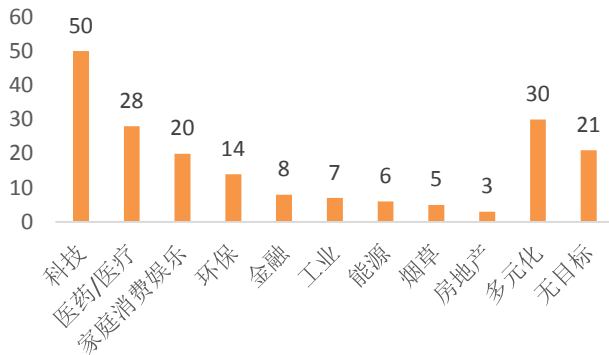
资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

### 1.5 等待并购的上市 SPAC 情况

2020 年,美国市场上募资金额在 5000 万美元以上的 SPAC 中,共有 192 个空壳 SPAC 等待并购,分行业来看,有 50 家 SPAC 瞄准科技行业并购机会,28 家瞄准医药医疗行业并购机会,20 家 SPAC 专注于家庭消费娱乐产业的并购机会,此外,环保、金融、工业能源、烟草、房地产行业也是空壳 SPAC 的并购目标领域,另外 51 家 SPAC 对行业专注度没那么高。从募资金额来看,科技行业是当之无愧的空壳 SPAC 并购目标领域,共计有 192.81 亿美元的资金正等待并购科技企业,有 52.73 亿美元的资金正对家庭消费娱乐企业虎视眈眈,医药医疗、环保、金融、能源和工业也是空壳 SPAC 们的心头好,房地产和烟草业虽是小众行业,但也被少量资金关注。除此之外,219.98 亿美元的资金对并购企业的行业没有特定要求,正蓄势待发。

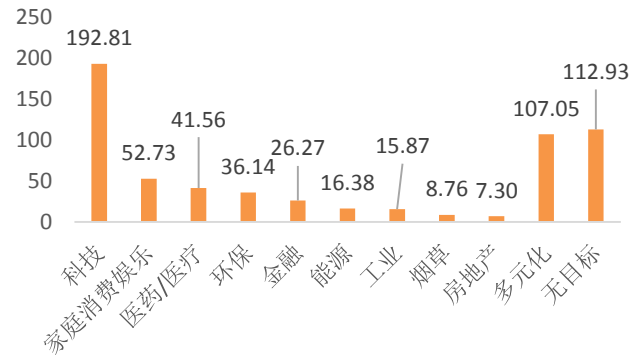
分行业看,只有 3 成左右的空壳 SPAC 及其资金对并购企业的行业没有特定要求,剩余 7 成的空壳 SPAC 及其资金是有并购的行业倾向的。约有 3 成左右的空壳 SPAC 及其募集资金对科技行业的企业情有独钟。由于 SPAC 的发起人多为基金管理人和行业专家高管,这些专业机构和人士往往有自己擅长的投资和经营领域,因此并购带有行业偏好也就不足为奇了。为了赢得投资者对于发起人的信任,在募资市场脱颖而出,实践中,SPAC 发起人会在 IPO 时着重介绍自己看好的行业和领域,用发起人过往的专业经验为新并购成功做背书。SPAC 有进一步向行业专业化和细分化方向发展的趋势,而专业和细分也反过来证明了 SPAC 模式的愈发成熟。

图 12: 2020 年美国等待并购的分行业 SPAC<sup>1</sup>数量情况 (个)



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

图 13: 2020 年美国等待并购的分行业 SPAC<sup>2</sup>募资金额情况 (亿美元)



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

有数据显示,截至 2021 年第二季度,美国市场上有超 300 家的上市 SPAC 正在等待并购。因为难以获得 2021 年的详细数据,我们可以用 2020 年的数据进行匡算,做一大致分析。由于上市 SPAC 的生命周期只有 2 年,2 年内没有完成并购就会被清算退市,因此 2020 年正在等待并购的上市 SPAC 应该来自于 2018 年-2020 年上市的 SPAC 群体。2018-2020 年美国共有 353 家 SPAC 上市,其中等待并购的 SPAC 为 192 家(仅包括募资金额在 5000 万美元以上的上市 SPAC),上市空壳 SPAC 占比为 54.39%,如果考虑进募集金额在 5000 万美元以下的等待并购上市 SPAC 数量,这一比例会更高。2021 年前 2 个季度又有 359 家 SPAC 在美国市场上市,进一步大大推高了正在等待并购的 SPAC 数量。按照 2019-2021 年 Q2 上市 SPAC 数量和超过一半的等待并购比例,截至 2021 年第二季度,美国市场上可能有超过 350 家空壳 SPAC 正在等待并购。

## 2.SPAC 中的利益角逐

### 2.1 2020 年 SPAC “爆红”为哪般

20 世纪 80 年代就已诞生的 SPAC 模式在 2020 年红透全球,既有短期直接原因,也暗含长期深层原因。本部分讨论短期直接原因,长期深层原因在“2.4 是泡沫盛宴还是未来已来”中讨论。

20 世纪 8090 年代,SPAC 模式像“隐身人”一样没有引起任何方面的重视,甚至在一定程度上还是劣等企业上市途径的代名词,小众的不能再小众了。2006-2007 年,SPAC 模式迎来了一波小高潮,但随着金融危机的爆发,市场环境变差和金融监管的加强又把 SPAC 模式打入“冷宫”,在此后的 10 余年间,SPAC 模式依旧过着“隐身人”的生活,终于在 2020 年,SPAC 模式彻底逆袭,以与传统 IPO 分庭抗礼的姿态出现在大众视野。SPAC 模式能在 2020 年井喷式发展,占尽了“天时地利人和”,

<sup>1</sup>仅包括募资规模在 5000 万美元以上的上市 SPAC

<sup>2</sup>仅包括募资规模在 5000 万美元以上的上市 SPAC

机遇不可多得。以下从三个方面介绍。

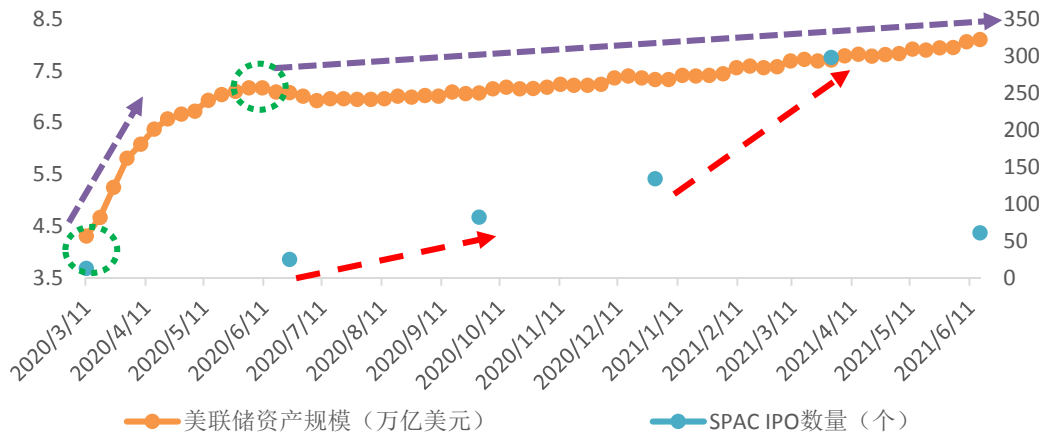
### 2.1.1 充足甚至泛滥的流动性是基础

自从2020年疫情爆发以来，美国为了应对疫情对经济的冲击，实施了史无前例的量化宽松政策，截至2021年8月4日，美联储资产负债表总规模达到8.23万亿美元。2020年第一季度，美联储资产负债表总规模开启了陡然上升的趋势，到2020年第二季度，总规模就近乎翻了一倍，从第二季度开始，美联储资产负债表总规模进入平稳上升通道。对照SPAC IPO数量，可从中发现一些端倪。SPAC IPO数量在2020年第二季度迎来加速上升的拐点，在2021年第一季度达到顶峰，2021年第二季度则断崖式下跌，似乎SPAC IPO数量靠市场流动性支撑，且滞后流动性拐点一个季度，流动性对于SPAC IPO的支撑时间约为3个季度，如果流动性不能进一步宽松，SPAC IPO就将面临降温的处境。

拉长时期来看，更能看出宽松的流动性对于2020年SPAC井喷式发展的基础推动作用。2003-2021年8月间，美联储资产负债表总规模发生较大增幅的时段有3个，一是2007-2008年末，总规模从0.92万亿美元增长至2.24万亿美元，增幅为143.48%；二是2012-2013年末，总规模从2.92万亿美元增长至4.02万亿美元，增幅为37.67%；三是2019-2020年末，总规模从4.17万亿美元增长至7.36万亿美元，增幅为76.50%。从增长幅度看，2007-2008年末是美联储资产负债表总规模增长最大的历史时段，但绝对金额却只在2万亿美元左右，远不及此次QE宽松规模。因此，SPAC IPO无论是数量还是募资规模都在2020年这一轮量化宽松政策下迎来井喷式爆发。至于SPAC IPO为何只在2007年迎来“小高潮”而没有大规模爆发，或许因为两个原因：一是流动性的绝对规模远不及2020年，二是2008年金融危机后对金融创新的监管加强，不像2020年金融创新环境较为宽松。

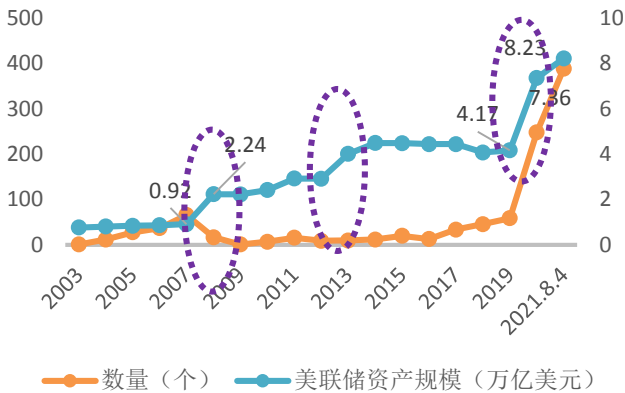
宽松甚至泛滥的流动性推动美国核心CPI大幅走高，导致10年期美债实际收益率在2020年由正转负，下探到-1.06%，创下近17年以来最低水平。投资者迫切地需要找到新的投资工具以安放宽松的流动性，SPAC模式恰如其分地走进了资本市场的视野。数据显示，10年期美债实际收益率由正转负的时段正是SPAC IPO井喷的时段，SPAC IPO井喷的起点几乎与10年期美债实际收益率转负的时点相同，或许这又是宽松流动性导致SPAC IPO井喷的一个例证。

图 14: 2020 年 3 月-2021 年 6 月美联储资产规模与 SPAC IPO 数量情况



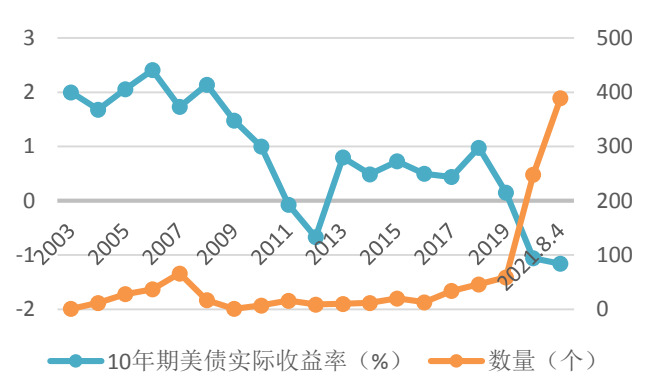
资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

图 15: 2003-2021 年美联储资产规模与 SPAC IPO 数量情况



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

图 16: 2003-2021 年 10 年期美债实际收益率与 SPAC IPO 数量情况



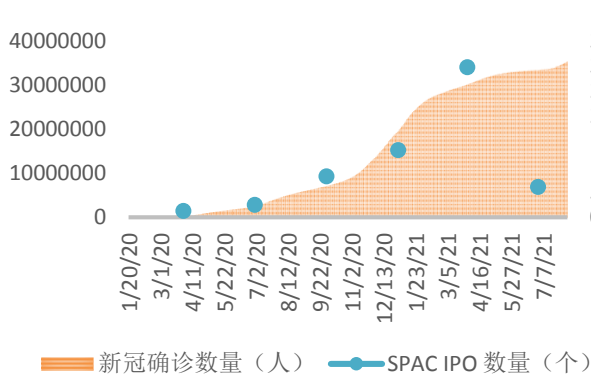
资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

### 2.1.2 疫情是前所未有的催化剂

SPAC IPO 能在 2020 年井喷, 离不开疫情的催化作用。传统 IPO 发行前需要中介机构对投资者进行多场路演推介, 在疫情发生以前, 上述路演都是现场进行。疫情的突然爆发和后来的肆虐, 打断了传统 IPO 的路演惯例, 中介机构无法再当面向投资者推介企业股票了。就这样, 不需要大规模多人现场路演的 SPAC 模式变疫情为自身发展之机, 在美国新冠确诊人数和住院人数大幅增加的季度实现井喷式发展。数据显示, 美国新冠确诊人数和住院人数与 SPAC IPO 数量存在一定相关性, 这种相关性或可解释为疫情恶化导致社交隔离、居家办公, 进而使得不需要现场多人路演的 SPAC 模式爆发。数据显示, SPAC IPO 数量增加稍稍滞后于新冠确诊和住院人数增加, 这一特征恰恰印证了上述传导逻辑。与 2007 年相比, 前所未遇的疫情成为 2020 年 SPAC 模式井喷的特有原因, 在流动性大宽松的背景下进一步推动了 SPAC 模式的发展, 使之呈现井喷爆发之势。

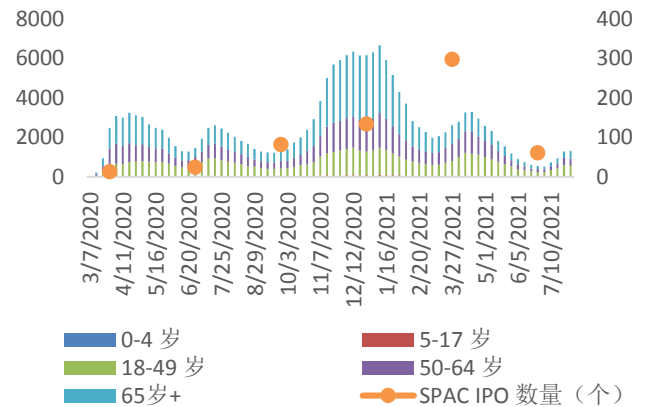


图 17: 2020-2021 年美国新冠确诊人数与 SPAC IPO 6 个季度数量情况



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

图 18: 2020-2021 年美国每周各年龄段新冠住院人数与 SPAC IPO 6 个季度数量情况



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

### 2.1.3 各方利益共振是动力源泉

SPAC 模式综合了多种企业上市模式的优点, 解决了各参与方的痛点, 照顾了各参与方的重要关切, 无论对发起人、中介机构、欲上市企业抑或投资者来说, 看上去都像是一桩划算的买卖。

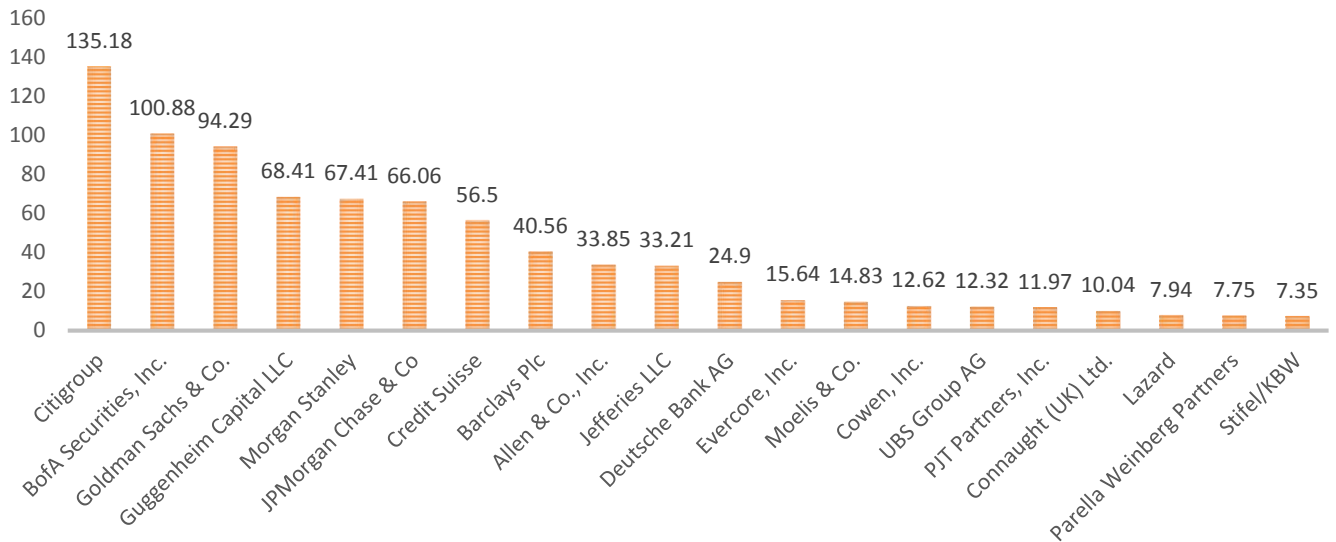
在 2020 年流动性非常宽松的大环境下, 发起人和投资者手中拥有充裕的资金, 而优质资产逐渐供不应求, 为资金找到好的投资标的的难度逐渐上升, SPAC 模式提供了现有投资标的以外的资产增量, 一致的资金增值需求让发起人和投资者能够接受并主动推广 SPAC 模式。

类似于传统 IPO, 中介机构 (券商、会所和律所等) 可以从 SPAC IPO 和后续并购业务中赚取中介费用, 尽管费率要比传统 IPO 低一些, 但操作难度和投入资源也较少, 因此对中介机构来说, SPAC 业务的“性价比”是很高的, 并且能贡献传统 IPO 业务以外的业绩增量, 因此它们没有理由不积极参与这项业务。数据显示, 美国花旗集团在 2021 年第二季度参与的 SPAC 并购交易规模就达到了 1351.8 亿美元, 高盛集团为 942.9 亿美元。不少世界著名投行也都纷纷加入 SPAC 业务的角逐之中, 国际著名大行在这一角逐中占据明显优势。

对于寻求走向公开市场的创业企业来说, SPAC 模式更是急自己之所急、想自己之所需, 在上市时间、费用、难度和募集资金多寡方面, SPAC 模式都比传统 IPO“友好”许多。许多创业企业往往接洽多家上市 SPAC, 以为自己谋求最大利益。

“有利可图”是最好的宣介, 各方参与者仅从自身利益出发, 就不自觉地共同促成了 SPAC 模式的井喷式发展, 宽松的流动性和疫情更像是外部条件, 利益共振才是撬动主观能动性的支点。

图 19: 2021Q2 美国著名投行参与 SPAC 并购交易的业务规模 (十亿美元)



资料来源: Statista, 国开证券研究与市场部

## 2.2 SPAC 模式中的利益关系

发起人、中介机构、投资者和欲上市企业组成了 SPAC 模式的利益链条, 四方既有共同利益, 又存在制约关系。总体来说, 中介机构由于涉入利益较少, 相对中立, 与其他三方几乎不存在利益冲突。而发起人、投资者和欲上市企业之间的关系就要复杂许多, 共同的最终利益就是并购成功且股价大涨, 但一方的利益增加几乎以另一方的利益减少为代价, 零和博弈的现实让我们不得不关注其中的风险。

### 发起人 VS 投资者

投资 SPAC 在某种程度上就是投资发起人, 可见发起人是整桩投资成功与否的关键。那么发起人是否与投资者的利益完全一致呢, 答案是否定的。原因在于发起人可用较少的资金获得较多的股份, 存在一定的“杠杆”效应。实践中发起人一般以 5% 的出资额占有 20% 的股份, 相当于给了发起人 4 倍的杠杆。当股价向上, 涨幅达到一定程度使投资者获利时, 于发起人而言, 收益率已是其他投资者的 4 倍; 当股价下跌给投资者带来损失时, 发起人的损失也只是其他投资者的 1/4 而已。因此, 发起人比其他投资者有更厚的安全垫, 此种因素使得发起人不一定要去找到最稳妥的并购标的, 而是找到最有上涨空间的并购标的。在发起人看来, 一个 SPAC 的失败是可以容忍的, 自身投资体系是有容错率的, 因为此项目的损失可用彼项目的获利弥补。换言之, 投资者需要胜率高, 而发起人需要赔率高, 两者互损, 利益又怎会完全一致呢。目前市场上已经涌现出单一发起人设立多个 SPAC 的现象, 其盈利模式和 VC、PE 别无二致, 以高赔率取胜。一个发起人可以形成一个 SPAC 池, 盈利亏损可以相互弥补, 但对于只投资于一个 SPAC 的投资者来说, 亏损就是亏损, 无处弥补。尤其在如今空壳 SPAC 超过 300 家、竞相追逐优质并购标的的环境



下，发起人如果不能在 2 年内完成并购就要被终止上市，它们更可能为了并购而并购，而枉顾标的的质量，忽视投资者利益。过多的空壳 SPAC 追逐较少的优质标的使得投资者面对的风险陡然增加。

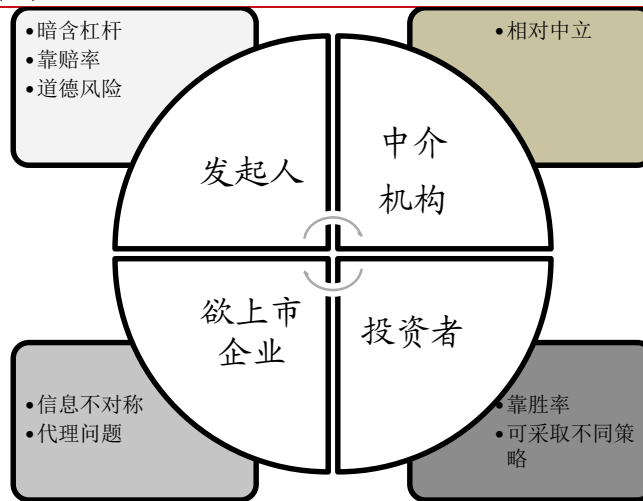
### 发起人 VS 欲上市企业

发起人与欲上市企业之间存在信息的不对称。欲上市企业可能为了被并购而对发起人隐瞒重大信息，致使发起人决策失误，损害自身和投资者利益。估值定价也是引发利益冲突的另一个方面。相较于传统 IPO，SPAC 模式消除了欲上市企业上市的不确定性，降低了其上市难度，也给予其估值溢价的可能性。因为在 SPAC 模式下，欲上市企业不需要面对监管机构和一众投资人，只需要搞定少数发起人和投资人即可，被并购后，自动取得上市地位，不存在上市的不确定性。至于估值，可以通过多接触几家空壳 SPAC 来讨价还价，选择对自己最有利的“金主”。在 SPAC 模式下，上市门槛大大降低，创业企业上市成功的概率被大幅提高，搞定少数发起人和投资人远比接受市场的审视容易得多，也更容易获得估值溢价。SPAC 带给欲上市企业的利益正是发起人和投资者面对的风险。由于不需要经过监管和市场的审视，信息又不对称，发起人和投资者容易被蒙蔽，将资金投向不值得的企业和不值那么多钱的企业，导致上市后股价表现不如人意。可以说，不够格的企业能够上市，这种制度宽松和实践创新是以发起人和投资者的潜在损失为代价的。

### 投资者 VS 欲上市企业

投资者的收益与欲上市企业的质地有一定关联，但采取不同的策略受到的影响大小不同。如果投资者采取在并购完成前就卖出股票的策略，收益大小主要受市场对并购标的评价的影响。此时一切对并购标的或好或坏判断都只是预期，不能被证实，如果舆论一致看好标的，其股价就可能在宣布并购后到并购完成前大涨。投资者此阶段主要赚取的是市场看法和情绪的钱；如果投资者采取一直持有股票的策略，则需要并购完成后重点关注标的基本面的情况，当标的表现不如预期，之前市场看好的逻辑被证伪时就要逢高卖出。标的企业的质地是影响投资者收益的基本因素，在宣布并购消息后，市场就会对标的进行评价，从而反映在股价的涨跌上。如果劣质企业借助 SPAC 实现上市，将极大损害投资者利益，美股市场曾有多起 SPAC 宣布并购消息后股价大跌的案例，股价跌破 10 美元，投资者就将承受损失。

图 20: SPAC 模式中的利益各方



资料来源：国开证券研究与发展部

### 2.3 谁是狂潮中的大赢家

通过上文分析，可以看出发起人和欲上市企业是本次 SPAC 狂潮中的最大赢家。在流动性极度充裕的大背景下，相较于传统 IPO 的不确定性和时间较长等劣势，SPAC 模式最短能在 6 个月内实现并购上市，无论对于发起人和欲上市企业来说，都是空前宽松的一段时期。将风险留在并购完成之后，将收益提前至创业初期，将部分应由发起人和欲上市企业承担的风险分散给其他投资者，是 SPAC 模式的利益-风险分配特点。

### 2.4 是泡沫盛宴还是未来已来

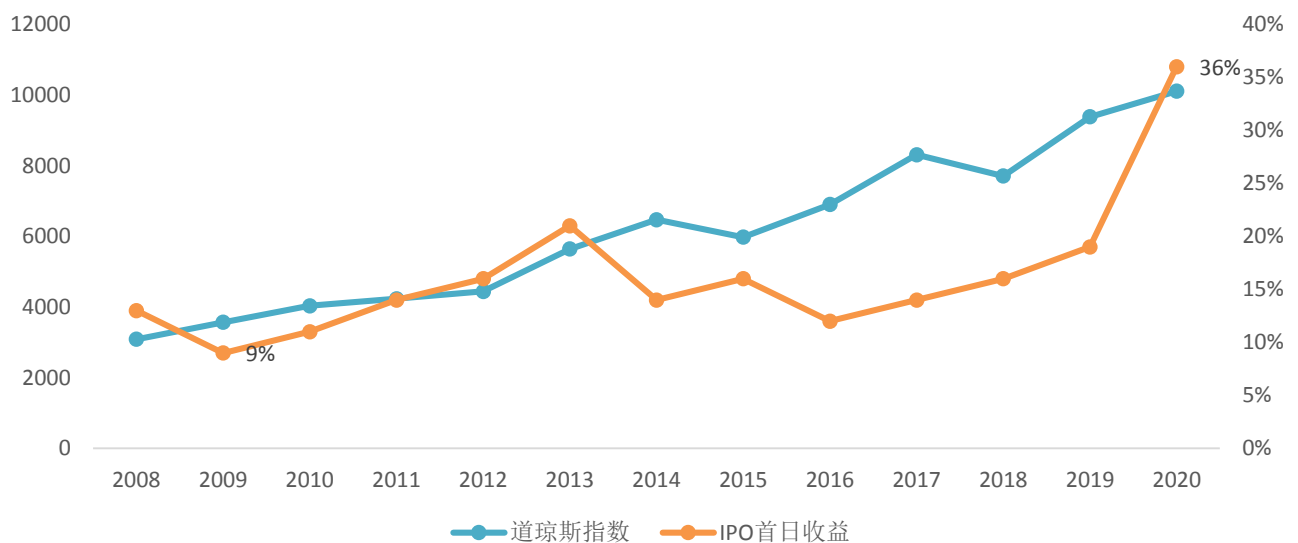
这场 SPAC 狂潮是昙花一现还只是大浪的序幕，是一场人为制造的泡沫盛宴还是暗含未来趋势，笔者认为兼而有之，从短期来看，SPAC 市场应该是有泡沫的，但也绝不能忽视其来势汹汹背后的趋势因素。美国证券交易委员会（SEC）在今年 3 月以来陆续向市场提示 SPAC 模式可能蕴藏的风险，表明将要从严监管的政策风向，监管重点主要集中在并购公司信息披露方面，如果对并购公司采取从严的信息披露政策，将大大削弱 SPAC 模式的吸引力。因为传统 IPO 要求 3 年财务信息，如果 SPAC 模式也采取此种政策，则意味着欲上市企业并不能在短期内上市，将拉长上市时间，SPAC 模式的优势将大打折扣。市场对此表示谨慎观望，今年第二季度，SPAC IPO 数量和募资金额均陡然下降。可见，SPAC 模式是有政策红利的，当监管政策一旦收紧，这种狂热将骤然降温。一种繁荣景气程度被监管政策牢牢控制、短期内井喷式爆发、又被监管提示注意风险后骤然降温的资本市场模式，我们很难说它不存在泡沫。但也要看到其背后暗含的长期因素，下面分别介绍这两个长期因素。

技术创新应用周期越来越短，产品走向市场的时间越来越短，企业需要大量资金验

证技术和实现量产。在此需求下，传统 IPO 难以满足企业日渐加速的发展速度，缩短上市时间，尽早打开在公开市场的募资渠道就成为了新阶段初创企业的共同需求。

**重新分割利益的诉求。**在传统 IPO 下，公众投资者只有在打新时才能首次购买到上市新股，无论是美股、港股还是 A 股市场，均是按照一定规则在参与打新的投资者之间分配新股数量，差异在于中签率的高低及新股数量，但由监管层决定投资者能否申购到新股及其数量的规则本质都是一样的。在 2008-2020 年间，美股 IPO 首日收益率从 2009 年的 9% 低点一路走高至 2020 年的 36%，12 年间 IPO 首日平均收益率为 16.23%。IPO 首日收益率与道琼斯指数表现整体趋势一致，但在 2009-2013 年和 2019-2020 年间，IPO 首日收益率增速超过指数上涨幅度，如果未来道琼斯指数继续上涨，可以预计 IPO 首日收益率或将继续保持上涨态势，这也就意味着从“打新”中赚取的收益率会继续增加，“打新”的吸引力将越来越大。然而，在传统 IPO 下，公众投资者只能从“打新”这一途径分享到创业企业从一级市场到二级市场的溢价红利，且收益程度还受到“打新”规则的限制。在 SPAC 模式下，公众投资者（“散户”）可以提前介入企业，充分享受一级市场到二级市场的红利，换言之，SPAC 模式将投资中的一二级市场价差让渡给了公众投资者，使得公众投资者也可以参与到类一级市场投资中来。利益分配结构在 SPAC 模式下被重塑，公众投资者尽管面对并购完成后股价下跌的风险，但从目前来看，在并购完成前，SPAC 股价往往都会有较大涨幅，这部分利益就流入到了买入空壳 SPAC 股票的投资者手中，对于有一定投资知识和风险承受能力的投资者来说，机会或大于风险。对于“打新”规则的不满和对利益重新分配的诉求使得公众投资者积极参与 SPAC 模式，也是此次 SPAC 模式能井喷式发展的公众基础。

图 21: 2008-2020 年美国公司 IPO 首日收益率和道琼斯指数情况



资料来源: Statista, 国开证券研究与市场部

## 2.5 SPAC 投资策略

### 2.5.1 识别市场环境是第一步

通过前文分析可以看出，市场上流动性宽松、政策宽松、公众投资者投资热情高涨有利于投资 SPAC 获利，而在上述三个要素紧缩或降温时，SPAC 投资恐将受到影响。因此，投资者应该选择在市场环境较好时进行 SPAC 投资，并在市场过热前及时退出。

### 2.5.2 投资优质发起人的 SPAC

发起人是 SPAC 模式的灵魂，并购是 SPAC 模式的关键环节，优质发起人有能力并购到质地优良的标的，能为投资者的后续收益奠定良好的基础。因此，投资 SPAC 切不可没有选择，而要在投资之前认真考察发起人的过往经验和业绩，从中挑选出专业性强、业绩优良、有一定影响力和人脉资源的发起人进行投资。

### 2.5.3 分散投资多个 SPAC

鉴于过往业绩不代表以后业绩、鉴于早期投资有一定的失败概率，鉴于初创企业风险较大，建议 SPAC 投资采取分散策略，以赔率换胜率，不将资金押注于一个 SPAC，而是将资金分散押注于多个 SPAC，从而降低整体风险提高收益。

### 2.5.4 买在“流言蜚语”时 卖在“尘埃落定”时

从统计数据来看，SPAC 股价在宣布并购到完成并购期间是涨幅最大的区间，并购完成后就可按照一般二级市场投资对待。SPAC 模式的特殊之处就在于让公众投资者可以提前介入初创企业以获得一级市场和二级市场的价差，因此，获取类一级市场收益应该是 SPAC 模式的重中之重，建议投资者买在并购消息流传之时，如果并购标的不错的话，SPAC 股价将在并购进行期间上涨，投资者在此阶段不用承担并购标的日后表现出现波动的风险，而只享受对于并购标的的良好预期带来的股价上涨收益，整体风险较小。在并购完成后，如果并购标的露出不及预期的苗头，就要及时卖出，此时股价在前期上涨后会迎来调整。简言之，投资者主要以宣布并购到并购完成作为主要投资期间，欲获取此期间收益就要买在“流言蜚语”时，卖在“尘埃落定”时。

## 3. 欧洲和亚洲的 SPAC 市场

### 3.1 欧洲 SPAC 市场

目前 SPAC 可以在欧洲国家中的英国、荷兰、瑞典、德国等国家的证券交易所上市，其在 2010-2019 年间的欧洲市场募资金额呈现大幅波动，从 0-25 亿美元不等，并无一定之规。从 SPAC 数量和募资金额方面来看，欧洲的 SPAC 市场远远落后于美国市场，不可同日而语。英国是 SPAC 最主要的欧洲上市地，在 2020 年仅有 4 家 SPAC 在英国 IPO，荷兰为 2 家。2021 年，SPAC 模式继续在欧洲市场升温，

仅第一季度就有 3 家 SPAC 在英国 IPO，2 家在荷兰，1 家在瑞典，1 家在德国。种种迹象表明，英国欲建设成为欧洲最主要的 SPAC 上市地。今年 7 月，英国金融市场行为监管局就曾放宽要求（如将 SPAC IPO 最低募资金额从 2 亿英镑降至 1 亿英镑，SPAC 并购期从 2 年延长至 2 年 6 个月等）以吸引更多 SPAC 来英上市。英国之所以放松监管条件，其中一个原因可能是欧洲 SPAC 有进一步向美国市场转移的趋势。数据显示，2020 年，欧洲 SPAC 在欧洲市场募资金额为 6 亿美元，而在美国市场却为 12.6 亿美元，美国市场已成为欧洲 SPAC 的上市首选地。英国监管当局放松条件，一方面可以吸引外国 SPAC 来英上市，另一方面也可以留住本土 SPAC 资源，或将有望逐步缩小与美国市场的巨大差距。

图 22: 2010-2019 年欧洲市场 SPAC 募资金额 (亿美元)

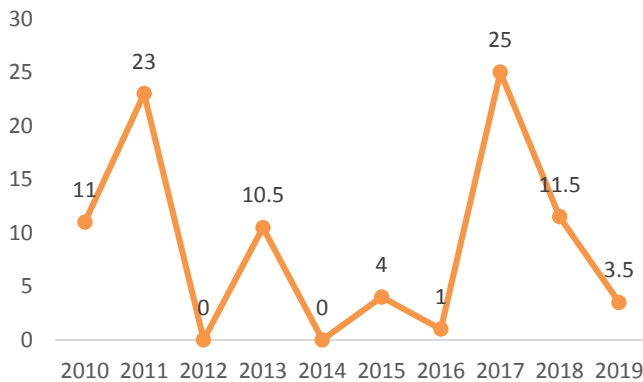
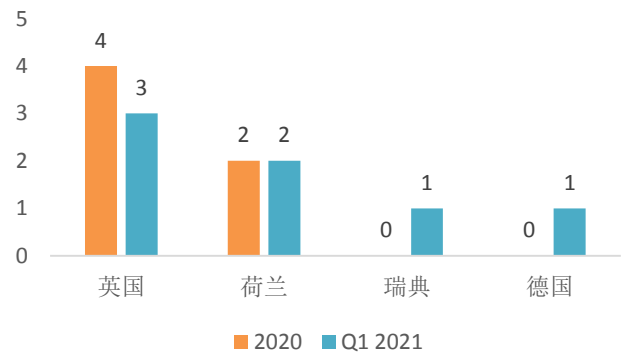


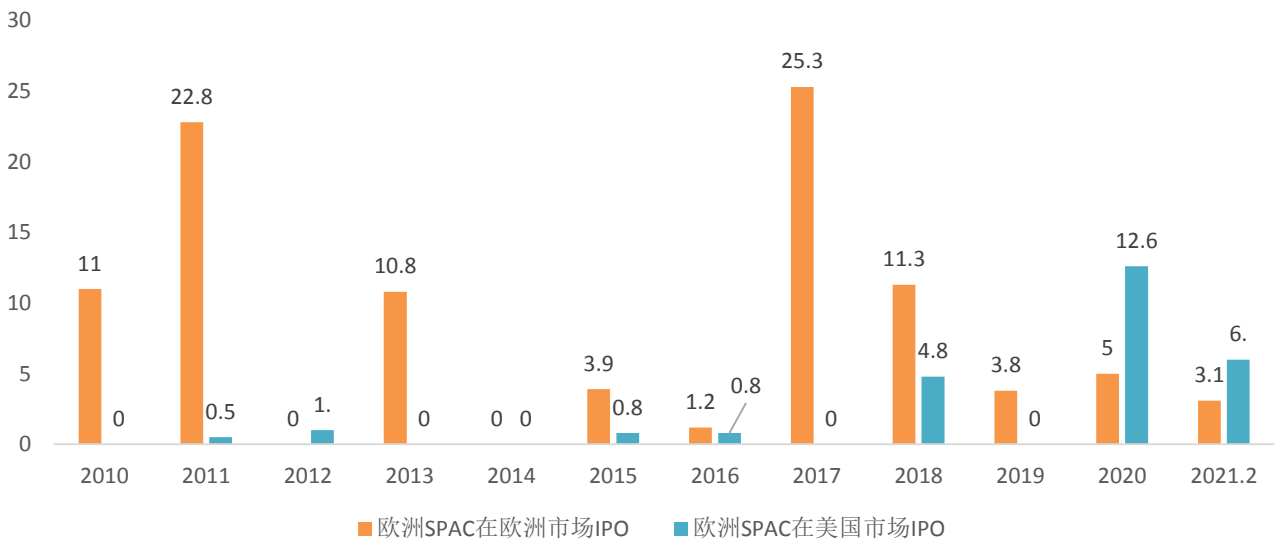
图 23: 2020、2021Q1 欧洲各交易所 SPAC IPO 数量 (个)



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

图 24: 2010-2021 年 2 月欧洲 SPAC 在欧洲市场和美国市场 IPO 规模情况 (亿美元)



资料来源: Statista, 国开证券研究与发展部

### 3.2 亚洲 SPAC 市场



在亚洲市场，目前韩国、马来西亚和新加坡的证券交易所已允许 SPAC 上市，日本和香港自 2021 年来陆续研究 SPAC 上市问题，12 月 17 日，港交所发布消息称，全资附属公司联交所设立全新 SPAC 上市机制，定于 2022 年 1 月 1 日起生效。新加坡的 SPAC 监管框架，相较于美国的监管规则而言，宽严相济，更追求保护股东利益，如将 SPAC 并购期从 2 年放宽至 3 年，任何在 IPO 时以 SPAC 普通股发行的认股权证与 SPAC 标的普通股不可分离等。香港的 SPAC 监管框架以保护投资者利益为重，如在完成 SPAC 并购交易前禁止“散户”投资，仅限专业投资者认购和买卖。募资规模方面，SPAC 首次募集资金至少为 10 亿港元，相较于其他交易所，募资规模要求有所放松。亚洲 SPAC 市场的较量才刚刚开始，新加坡、香港和日本均是不可忽视的 SPAC 市场的有力竞争者。

## 4.SPAC 未来发展趋势

### 4.1 加强监管补漏洞

SPAC 模式对于欲上市企业来说，最大的吸引力有三个：一是快，二是确定，三是简单，只要能找到空壳 SPAC 并和发起人谈拢价格就能上市，这让 SPAC 的投资者承担了较大风险。从保护投资者利益和维护市场秩序出发，根据当前实践已暴露出的缺陷，预计各国监管当局将对规则从严制定或修订，以弥补监管漏洞。在保留 SPAC 模式核心本质的前提下，具体规则的收紧或是不可避免的。

### 4.2 成为潜在上市方式之一

不同于 2007 年的“小高潮”，2020 年的 SPAC 模式凭借自身强大优势已彻底在各方参与者心中扎根，已初步确立了自身在资本市场的地位，尽管 2021 年第二季度以来，SPAC 趋于降温，但在监管政策不出现根本性逆转的情形下，预计 SPAC 模式将逐渐成为企业潜在上市方式之一。

### 4.3 国际市场竞争加剧

目前美国是 SPAC 模式的首选上市之地，但随着英国、新加坡、日本、中国香港等其他国家的纷纷入局，SPAC 国际市场的竞争将骤然加剧。各国均看到了 SPAC 模式的发展潜力，不想错过有可能成为本国资本市场“新动能”的历史机遇，为了在竞争中取得优势，想必将在监管规则上走差异化道路，在吸引 SPAC 上市和保护投资者利益之间取得平衡。各国的差异化监管将从整体上构建起一个立体化、有侧重的国际 SPAC 市场体系，这将进一步促成 SPAC 模式的壮大和成熟，SPAC 国际市场的竞争程度或将比肩传统 IPO 市场。

## 5. 中国大陆引入 SPAC 模式的可能性

### 5.1 短期内可能性不大

预计短期内中国大陆引入 SPAC 模式的可能性不大，原因有四：一是北交所作为服务创新型中小企业的主阵地的定位，短期内不会改变。预计越来越多的企业会首先通过北交所的基础层孵化进而上市，另立通过 SPAC 机制上市的可能性不大。

二是注册制尚待全市场实行，注册制全市场落地应当会走在 SPAC 模式之前；三是 SPAC 模式与现有上市规则相冲突，法规制度修改非一朝一夕之功；四是国内投资者教育亟待加强，贸然引入 SPAC 模式与保护投资者理念相悖。

### 5.2 中长期或会顺应趋势

从中长期来看，引入 SPAC 模式或具备一定可能性。在民族复兴和国际格局重塑的当下，金融服务实体经济是会被长期坚持的指导思想，在这一思想下，更多的资源和利益将会向实体经济转移。无论是从顺应外部趋势（创新周期加速和利益重新分割）和内部趋势（金融服务实体经济）的角度来看，引入 SPAC 模式存在一定可能性，注册制全面落地和投资者教育取得长足进步将为引入 SPAC 模式奠定良好基础。

## 6. 风险提示

宏观经济整体下行；行业盈利不及预期；监管政策收紧；改革政策推进不及预期；国内外市场系统性风险；中美关系恶化；国内外疫情恶化；



## 分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券行业分析师，8年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

孟业雄，外交学院学士，北京大学硕士研究生，2017年入职国开证券，2021年加入国开证券研究与发展部。

本人保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层