



淺析 SPAC 的特點、風險及啟示

高級經濟研究員 張文晶

雖然 SPAC (Special Purpose Acquisition Company, 特殊目的收購公司) 早於上世紀 90 年代已在美國出現，但一直以來並非主流的上市融資渠道。然而，SPAC 在 2020 年異軍突起，成為市場的焦點，引起香港特區政府的密切關注。本文對 SPAC 的主要特點及潛在風險作出探討，希望可為香港帶來一些啟示。

一、SPAC 上市在美國走向主流

SPAC 是一種沒有營運業務的空殼公司，其唯一目的是透過 IPO 募集資金後，專門併購有前景的未上市公司。

相比傳統的 IPO，一直以來 SPAC 並非企業上市集資的主要選項。根據 SPAC Research，在 2017 年前，每年以 SPAC 形式集資的金額都不超過 40 億美元；2017 至 2019 年的金額上升至逾 100 億美元，但相比傳統 IPO 以千億美元計的金額，仍然不可相提並論。

到 2020 年，新冠肺炎的爆發為全球經濟帶來巨大的衝擊，聯儲局快速將利率降至接近零水平，並重啟量寬。在資金泛濫的情況下，投資者積極尋找好的投資機遇。加上有專業機構以及名人背書，SPAC 在 2020 年受到熱捧，美國透過 SPAC 集資的金額高達 834 億美元，以此形式上市的公司有 248 家；兩者的增幅

圖 1：美國上市融資金額 (億美元)



圖 2：美國新增上市公司數目



資料來源：Bloomberg，SPAC Research，中國銀行香港金融研究院

較 2019 年分別大幅上升了 5.1 倍和 3.2 倍。若按該年的美國整體 IPO 金額及公司數目看，SPAC 的佔比分別為 47.9% 和 50.2%。今年以來，SPAC 的氣勢更加火紅，截至 3 月 10 日，已經有 230 家公司以 SPAC 形式上市，集資金額達 742 億美元。

二、 SPAC 的優點

SPAC 的模式，能夠為企業及投資者分享到成功併購的好處，受到各方的青睞。

（一）企業方面

相比傳統的 IPO，SPAC 上市具備費用低和高效的特點。就費用方面看，SPAC 發起人出資額一般是 200 萬美元加上集資總額的 2%，而這 2% 主要用於支付承銷商在 SPAC 上市時收取的費用。根據 Morrison & Foerster 的資料，目前市場上 SPAC 發起人的平均出資額約為上市募集資金的 3.2%。相比傳統 IPO 承銷商收取約 3% 至 8% 的佣金，SPAC 上市可謂具備低成本的優勢。

至於上市流程方面，成立一個空殼 SPAC 後，可向美國證券交易委員會 (SEC) 提交上市申請。經過 SEC 的審批，SPAC 便完成上市。整個過程需時數個月至半年左右。而日後目標公司通過 SPAC 併購交易上市，只需得到 SPAC 股東的批准便可，從而避免了一系列繁瑣的傳統 IPO 上市程序。

此外，SPAC 的殼資源不會存在傳統“借殼上市”遺留的歷史問題。傳統“借殼上市”的那家殼公司，大部分都是本身經營不善而有意退市的公司，接手者有可能要先處理原有的業務、債務等問題。然而，SPAC 是一個只有資金、沒有業務的新成立殼公司，因此能夠集中力量找尋合適的併購對象。

（二）投資者方面

首先是投資門檻低。SPAC 通常是以投資單元 (Unit) 發行，而每一個投資單元的認購價格為 10 美元，由普通股及認股權證組成。一般而言都是 1 股普通股，配以 1/2 或 1/3 認股權證。

更重要的是，起初參與 SPAC 上市的投資者，其下行風險相對可控，但潛在回報高。SPAC 上市所募集的資金，需要存托在託管帳戶內，以用作日後的併購交易及支付相關費用。一般情況下，SPAC 要在兩年內完成併購。若未能於時限內完成併購，投資者可取回資金和利息，僅輸掉時間成本離場；而且不設禁售期，所以參與 SPAC 上市的投資者，所承受的下行風險有限。

不過，SPAC 的潛在回報卻十分可觀。一些已經併購業務的 SPAC，儘管踏入今年 2 月下旬後其股價有所調整，其回報仍能達到數以倍計。至於暫未併購業務

的 SPAC，例如於 2020 年 10 月才上市的 Bridgetown Holdings Limited，僅在半年以內，其回報一度超過 73.7%。

圖三：部分 SPAC 股價及回報表現

| 公司名稱 (股票代號) | 併購後業務 | 目前股價 (美元)* | 最高股價 (美元)# | 最大升幅# |
|------------------------------------|-------|------------|------------|-------|
| 維珍銀河 (SPCE) | 太空旅遊 | 29.59 | 59.41 | 4.9 倍 |
| DraftKings (DKNG) | 網上博彩 | 63.60 | 71.98 | 6.2 倍 |
| Bridgetown Holdings Limited (BTWN) | 暫未併購 | 10.50 | 17.37 | 73.7% |

#2021 年以來最高價、SPAC 上市價每股 10 美元計算
資料來源: Bloomberg, 中國銀行香港金融研究院

註:*3 月 26 日股價

三、 SPAC 的潛在風險

SPAC 上市的模式有利有弊，其中對投資者及金融市場所帶來的潛在風險不可忽視。

第一，相對寬鬆的監管要求，意味著更容易為資料的隱瞞和造假提供機會。同樣都是向 SEC 提交的申請上市登記報告 (registration statement)，一般 IPO 企業公佈的資料更為詳盡，包括企業本身的業務、所在行業市場狀況，以及相關法規等。而 SPAC 因為本身是沒有業務的，所以沒有這些方面的資料披露。至於關於上市潛在風險披露方面，SPAC 的論述明顯較一般 IPO 少。

第二，投資者在 SPAC 上市時對未來收購的公司一無所知。SPAC 不得提前鎖定目標併購的公司，招股書中只會說明欲完成併購的公司所在行業及地域。所以，投資者要到在上市後，在股東大會上就併購項目進行投票時，才得知自己真正投資的公司。因此 SPAC 亦被稱為“空頭支票公司” (blank check company)。

第三，投資回報表現參差，SPAC 的管理團隊和贊助人質素成關鍵。市場上的普遍觀點較傾向強調 SPAC 投資的潛在高回報，不過 SPAC 的回報表現，很大程度要視乎管理團隊和贊助人的質素。史丹福大學的 Michael Klausner 和 Emily Ruan，以及紐約大學的 Michael Ohlrogge 對 47 家於 2019 年 1 月至 2020 年 6 月併購的 SPAC 進行研究，將樣本分成兩組。其中，只要符合以下條件的其中一項，則歸類為“高質 SPAC”：一是贊助人與資產管理規模達 10 億美元以上的基金公司有關聯；二是 SPAC 的管理人員或贊助人是《財富》世界 500 強公司的前總裁或高管人員。研究顯示，當 SPAC 完成併購後，整體樣本和非高質的 SPAC，從 3 個月後開始出現負回報的情況；然而，高質的 SPAC 在併購後的 6 個月內，仍能保持正回報表現。

圖表四：併購後的 SPAC 回報表現

| 單位：% | 整體表現 | 高質 SPAC | 非高質 SPAC |
|-------|-------|---------|----------|
| 3 個月 | -2.9 | 31.5 | -38.8 |
| 6 個月 | -12.3 | 15.8 | -37.6 |
| 12 個月 | -34.9 | -6.0 | -57.3 |

資料來源：Michael Klausner, Michael Ohlrogge and Emily Ruan, 2020, A Sober Look at SPACs

第四，市場上的 SPAC 能否如期完成併購值得觀察。 SPAC 上市後，下一步便要尋找合適的未上市公司進行併購。雖然過往大多數的 SPAC 都能如期完成併購，但本輪 SPAC 上市的熱潮從 2020 年起延續至今，累計已有逾 470 家 SPAC 需要在 2023 年首季度前完成併購交易，SPAC 尋找併購企業的需求明顯較以往大很多，可能會出現僧多粥少的情況。有媒體消息指出，2020 年在美國上市的 SPAC，至今約四分之三仍未進行併購。

除此之外，由於 SPAC 的投資者可隨時贖回這一個特點，而有關資金需從託管帳戶內提取，所以日後 SPAC 用於併購的資金，有機會較 SPAC 上市之時減少，某程度會削弱 SPAC 的併購能力。不過，通常 SPAC 真正進行併購時，都會額外向贊助人和第三方投資者籌集資金來彌補資金缺口；惟當中仍具有一定的不確定性。

假如日後在市場上有較多的 SPAC 未能如期完成併購，便需要進行清盤，令大量資金回流給投資者，市場流動性或因而有所收緊，為金融市場的系統性風險帶來隱憂。

四、亞洲的發展情況

SPAC 上市在美國引發熱潮，吸引了亞洲地區部分政府的眼光。新加坡交易所計劃針對引入 SPAC 模式展開諮詢，目標是今年內開始有 SPAC 公司掛牌。香港財政司司長陳茂波表示，政府已要求港交所及證監會進一步探討合適的上市制度，以加強香港作為國際金融中心的競爭力，同時保護投資大眾的權益。

值得注意的是，亞洲早已有 SPAC 上市的機制，惟受制於資本市場的深度和廣度不足，以致發展遲緩。馬來西亞首家 SPAC 上市可追溯至 2011 年 6 月，不過此後只有 4 家 SPAC 於 2013 至 2015 年間上市。而這 5 家 SPAC 當中，其中 3 家已經清盤。

南韓的 SPAC 上市模式在 2010 年已引入，在亞洲中發展相對成熟。根據 S&P Global Market Intelligence 的資料，在 2020 年，韓資公司背景的 SPAC 上市有 19 家。另外，南韓是少數已有 SPAC 監管框架的亞洲國家，其制度主要以美國的模式作參考。不過，由於南韓的資本市場整體發達程度難與美國媲美，尤其是零售投資者的佔比較大，為了增加對投資者的保護，所以南韓的 SPAC 監管相對嚴密，例如對 SPAC 的贊助人資格、併購項目的通過門檻等有更高的要求。

圖表五：美國與南韓 SPAC 特點比較

| | 美國 SPAC | 南韓 SPAC |
|------------|---------------|---|
| IPO 的投資者結構 | 機構投資者為主 | 零售投資者為主 |
| 投資單位組成 | 普通股+認股權證 | 普通股 |
| 贊助人資格 | 不適用 | 逾一名 SPAC 的贊助人為認可交易商 |
| 併購時限 | 2 年 | 3 年 |
| 併購項目決議 | 獲大部分佔比普通股股東通過 | - 獲出席股東大會逾 2/3 的股東投票權；及 - 逾 1/3 已發行總股權通過 |

資料來源：Korea Capital Market Institute，中國銀行香港金融研究院

五、對香港的啟示

事實上，香港具備發展 SPAC 的條件。首先，香港同樣作為領先的國際金融中心，資本市場擁有足夠的深度和廣度，而且雲集了不少機構投資者及專業人才，加上達到國際標準的監管制度，這些優勢為 SPAC 的發展提供有利的環境。

從宏觀環境看，SPAC 在亞洲具有發展的潛力，香港可從中把握機遇。亞洲地區擁有大量有前景的初創公司；但是，初創公司普遍面對融資難、融資貴的問題，而 SPAC 的相對高效和低融資成本的特點，有助他們解決融資的難題，是適合被 SPAC 收購的對象。若引入 SPAC 的上市模式，將會為初創公司提供更多元化的融資途徑，助力他們進一步發展，同時對推動香港成為創科融資平台及創科中心有正面作用。

此外，SPAC 能為“中概股”第二上市提供一個高效的選項。美國通過《外國公司問責法案》後，預料未來會有已在美國上市的內地企業，因未能滿足美國當局的要求而退市，從而另覓上市渠道，“中概股”第二上市成為各地交易所的兵家必爭之地。香港引入同股不同權後，固然吸引了不少大型的“中概股”來港作第二上市；但未來部分“中概股”可能想於短時間內完成第二上市的程序，傳統的 IPO 流程相對繁複和需時，SPAC 的上市模式正好迎合這些企業的需要。

不過，SPAC 的投資者要面對一定的風險，所以保障投資者的權益是非常重要的。尤其是在信息披露、SPAC 管理團隊質素，以及贊助人資格等方面，當局可參考海外的經驗，並積極諮詢市場上不同持份者的意見，以制定出最合適的方案。與此同時，由於普遍本地零售投資者對 SPAC 的認識不深，如何推廣相關的投資者教育也是需要考慮的。

SPAC 的熱潮有從美國向亞洲擴展的跡象，香港作為區內的領先國際金融中心，值得探討當中的利弊、機遇、風險等方面，為日後的競爭作充足的準備。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

| 一. 本地生產總值 GDP | 2019 | 2020 | 2020/Q3 | 2020/Q4 |
|--|--------|--------|----------------|----------------|
| 總量 (億元) GDP(\$100 Million) | 27,997 | 26,277 | 6,728 | 7,018 |
| 升幅 (%) Change(%) | -1.2 | -6.1 | -3.6 | -3.0 |
| 二. 對外貿易 External Trade | | | 2021/2 | 2021/1-2 |
| 外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million) | | | | |
| 總出口 Total exports | 40,961 | 39,275 | 3,111 | 6,989 |
| 進口 Total imports | 45,714 | 42,698 | 3,258 | 7,388 |
| 貿易差額 Trade balance | -4,753 | -3,422 | -147 | -400 |
| 年增長率 (%) YOY Growth(%) | | | | |
| 總出口 Total exports | -5.6 | -1.5 | 30.4 | 37.6 |
| 進口 Imports | -8.1 | -3.3 | 17.6 | 28 |
| 三. 消費物價 Consumer Price | | | | |
| 綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%) | 2.9 | 0.3 | 0.3 | 1.1 |
| 四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units | | | | |
| 合約宗數 (宗) No. of agreements | 74,804 | 73,322 | 7,561 | 13,773 |
| 年升幅 (%) Change(%) | -5.5 | -2.0 | 71.3 | 68.2 |
| 五. 勞動就業 Employment | | | 2020/11-2021/1 | 2020/12-2021/2 |
| 失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands) | 139 | 259.1 | 25.3 | 26.2 |
| 失業率 (%) Unemployment rate(%) | 2.9 | 5.5 | 7.0 | 7.2 |
| 就業不足率 (%) Underemployment rate(%) | 1.1 | 3.1 | 3.8 | 4.0 |
| 六. 零售市場 Retail Market | | | 2021/1 | 2021/1 |
| 零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%) | -11.1 | -24.3 | -13.6 | -13.6 |
| 零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%) | -12.3 | -25.5 | -14.5 | -14.5 |
| 七. 訪港遊客 Visitors | | | 2021/2 | 2021/1-2 |
| 總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands) | 5,590 | 356.9 | 0.5 | 1.0 |
| 年升幅 (%) Change(%) | -14.2 | -93.6 | -97.2 | -99.7 |
| 八. 金融市場 Financial Market | | | 2020/12 | 2021/1 |
| 港幣匯價 (US\$100=HK\$) | | | | |
| H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$) | 779.3 | 775.2 | 775.2 | 775.3 |
| 貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%) | | | | |
| M1 | 2.6 | 30.1 | 30.1 | 78.4 |
| M2 | 2.8 | 5.8 | 5.8 | 15.2 |
| M3 | 2.7 | 5.8 | 5.8 | 15.1 |
| 存款升幅 (%) Change in deposits(%) | | | | |
| 總存款 Total deposits | 2.9 | 5.4 | 5.4 | 15.8 |
| 港元存款 In HK\$ | 2.5 | 6.2 | 6.2 | 24.6 |
| 外幣存款 In foreign currency | 3.2 | 4.6 | 4.6 | 6.8 |
| 放款升幅 (%) in loans & advances(%) | | | | |
| 總放款 Total loans & advances | 6.7 | 1.2 | 1.2 | 12.4 |
| 當地放款 use in HK | 7.1 | 1.7 | 1.7 | 17.7 |
| 海外放款 use outside HK | 5.8 | 0.1 | 0.1 | -0.1 |
| 貿易有關放款 Trade financing | -0.7 | -6.2 | -6.2 | -2.2 |
| 最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%) | 5.0000 | 5.0000 | 5.0000 | 5.0000 |
| 恆生指數 Hang Seng index | 28,189 | 27,231 | 27,231 | 28,284 |