

冷静审视特殊目的收购公司^{*}

[美]迈克尔·克劳斯纳^{**}

[美]迈克尔·奥尔罗格^{***}

[美]艾米莉·阮^{****} 著

陈长青^{*****} 译

摘要:特殊目的收购公司 (SPAC)——被吹捧
为比首次公开发行上市 (IPO) 更好的公司上市替

* 我们感谢 Elyssa Pak, Nikhil Aggarwal, Cindy Kang, Jessica Berman, Jeffrey Kim, Clara Daines, Jessica Shin, Tyler McClure, Victoria Pu 和 Wanyu Zhang 为本项目提供研究协助。感谢 Todd Hines 提供的图书馆资料和数据协助。感谢 Ken Ayotte, Bobby Bartlett, Ryan Bubb, Steve Choi, Rob Daines, Kevin Davis, Jared Ellias, Ron Gilson, Joe Grundfest, Rob Jackson, Marcel Kahan, Michael Knoll, Vic Khanna, Don Langavoort, John Morley, Paul Mahoney, Curtis Milhaupt, Frank Partnoy, Ed Rock, Roberta Romano, Jay Ritter, Holger Spamann 以及 ETH、汉堡大学、伯克利大学、纽约大学、宾夕法尼亚大学、得克萨斯大学和哈佛大学的研讨会参与者,和 CLAWS 研讨会和杨百翰大学冬季交易会 对论文前期草稿的建议。此外,也感谢众多律师、银行家,SPAC 管理层、发起人和其他专业人员就本项目与我们进行讨论。

** 斯坦福大学南希和查尔斯芒格商学院教授和法学院教授。

*** 纽约大学法学院,助理法学教授。

**** 斯坦福大学法学院,助理研究员。

***** 上海证券交易所员工。

代方案——已成为证券市场的又一重大事件。本文分析了 SPAC 的结构及其固有成本。通过分析 2019 年 1 月至 2020 年 6 月的所有 SPAC 合并案例,我们发现 SPAC 结构的固有成本远远高于以往的认识,也远高于传统 IPO 的成本。尽管 SPAC 在 IPO 中从投资者那里筹集到了每股 10 美元的资金,但当中位数的 SPAC 吸收合并公司上市时,可贡献给合并后公司的资金仅为每股 6.4 美元。然而,我们进一步发现,通常不是目标公司股东,而是合并时持有 SPAC 股份的股东承担 SPAC 成本,并因此蒙受巨大的损失。这解释了当前 SPAC 对其目标公司的吸引力,但这不具有可持续性。本文最后建议美国证监会(SEC)将 SPAC 与 IPO 相比所享有的某些监管优待平等化,制定专门针对 SPAC 合并的信息披露规范,这将有助于分析 SPAC 的固有成本以及 SPAC 股东在 SPAC 合并时承担这些成本的程度。

关键词: 证券法 发行制度 证券监管 特殊目的收购公司 投资者保护

引言

在过去的几年里,特殊目的收购公司(SPAC),作为一种公司上市的方式,吸引了前所未有的关注。SPAC 通过 IPO 募集资金,然后有两年时间寻找一家私人公司与之合并,从而使其上市。SPAC 由发起人组织和管理,而发起人可能是私募基金或者对冲基金、个人或者团队。当 SPAC 与目标公司签署合并协议时,SPAC 的股东可以选择回售股份,而不参与合并。因此,IPO 投资者不承担价格下跌的风险。SPAC 若未能在两年内完成合并交易,将会进行清算并将所有资金附带利息返还给股东。

SPAC 曾被认为是无法 IPO 上市的公司登陆资本市场的“后门”,但其

最近“砰一下”迅速成为主流上市方式。^[1] 图 1 显示了过去 10 年 SPAC 的增长情况。2020 年,SPAC 首发上市的数量和募资金额约占全年 IPO 市场的半壁江山。^[2] 这些 SPAC 募集的资金超过了过去 10 年 SPAC 首发上市融资的总和。^[3] 2021 年,SPAC 首发上市的融资规模已超 2020 年。此外,与以往不同的是,一些可选择通过传统 IPO 上市的公司转而选择通过 SPAC 上市,而 SPAC 的支持者们经常断言,与 SPAC 合并是一种比传统 IPO 更便宜的上市手段。^[4] 然而,部分评论家认为,近来对 SPAC 的兴

[1] eg, Jacob Rund & Andrea Vittorio, “Blank Check” Companies See Revival as Big Names Embrace Trend, Bloomberg Law (July 23, 2019, 2: 28AM), <https://news.bloomberglaw.com/corporate-governance/blank-check-companies-see-revival-as-big-names-embrace-trend>; Alexander Osipovich, Blank - Check Boom Gets Boost From Coronavirus, Wall St. J. (July 13, 2020, ET, 4:49 PM), <https://www.wsj.com/articles/blank-check-boom-gets-boost-from-coronavirus-11594632601>.

[2] SPAC Insider Newsletter, 2021 年 1 月 4 日。

[3] 数据来源于 SDC Platinum 的新股发行数据库和 SPAC Insider。在计算美国 IPO 数量时,我们未考虑融资规模非常小的 IPO 发行(融资少于 4000 万美元),将融资额 4000 万美元定为我们研究的 IPO 发行最低门槛。该等融资规模非常小的 IPO 发行对 SPAC 在美国 IPO 融资总额中所占比例的影响可以忽略不计。

[4] 例如,Ortenca Aliaj & Sujeet Indap, Can Spacs Shake Off Their Bad Reputation?, Fin. Times (Aug. 12, 2020), <https://www.ft.com/content/6eb655a2-21f5-4313-b287-964a63dd88b3> (援引风险投资人 Bill Gurley 的话,“明显地,越来越多,越来越糟糕的 IPO 压价发行为 SPAC 提供了巨大的套利空间”)。另请参见 Paul R. La Monica, Why 2020 is the year of the SPAC (And what the heck is a SPAC?), CNN (Aug. 6, 2020), (“大量的非上市公司宁愿与空头支票公司合并,也不愿通过耗时且昂贵的传统 IPO 方式筹集资金”), <https://www.cnn.com/2020/08/06/investing/spacs-ipo-stock/index.html>; Nicholas Jasinski, Why Nikola Decided to Merge with a SPAC, And Why More Such Deals Are Coming, Barron's (Aug. 2, 2020) (“鉴于 IPO 价格明显低估,SPAC 现在明显是成本更低的选择”), <https://www.barrons.com/articles/why-nikola-decided-to-merge-with-a-spac-and-why-more-such-deals-are-coming-51596369610>。

趣是对个别知名 SPAC 成功案例^[5]的“大肆吹捧”^[6]催生的“泡沫”。

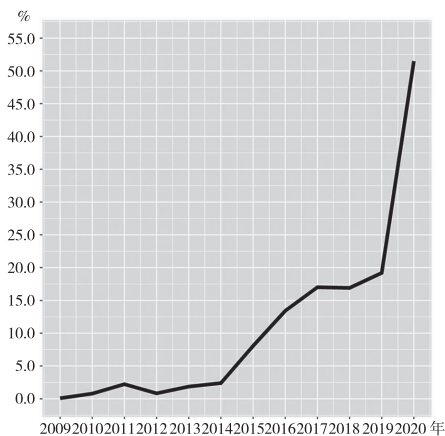


图1 SPAC IPO 融资占全部 IPO 融资的比例

- [5] 例如, Virgin Galactic 于 2019 年通过 SPAC 方式上市, 引起了广泛的媒体关注。See Bob Pisani, *Virgin Galactic Deal Sparks Interest in an Obscure Investment Vehicle with a Spotty Track Record*, CNBC (July 9, 2019, ET, 4:51 PM), <https://www.cnbc.com/2019/07/09/virgin-galactic-deal-sparks-interest-in-an-obscure-investment-vehicle-with-a-spotty-track-record.html>. 其他近期通过 SPAC 方式上市的知名企业包括 Draft Kings 和 Nikola Corp.。See Nicholas Jasinski, *Why Nikola Decided to Merge with a SPAC. And Why More Such Deals Are Coming*, Barron's (Aug. 2, 2020, ET, 8:00 AM), <https://www.barrons.com/articles/why-nikola-decided-to-merge-with-a-spac-and-why-more-such-deals-are-coming-51596369610>. 整体情况请参见 Michael Farr, *SPAC Are the New Market Bubble*, CNBC (Oct. 30, 2020)。
- [6] Gillian Tett, *Opinion, Bubble Warning: Even College Kids Are Touting SPAC*, Fin. Times (Oct. 8, 2020), <https://www.ft.com/content/e64c3e5e-b990-4904-adfe-139e41a5845b>; Emily Graffeo, *Former Goldman Sachs CEO Lloyd Blankfein Says a Wash of Free Money Is Creating "Bubble Elements" Citing SPAC Market*, Mkts. Insider (Oct. 8, 2020, 12:21 PM), <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/stock-market-outlook-bubble-blankfein-spac-goldman-free-cash-fed-2020-10-1029663001>; Yoel Minkoff, *DraftKings CEO Calls for Calm Amid SPAC Market Hype*, Seeking Alpha (Aug. 30, 2020, ET, 7:02 AM), <https://seekingalpha.com/news/3609948-draftkings-ceo-calls-for-calm-amid-spac-market-hype>; Ben Winck, *A New ETF Will Let Investors Participate in the Stock Market's \$22 Billion Craze*, Mkts. Insider (Aug. 3, 2020, 1:33 PM), <https://markets.businessinsider.com/news/etf/spac-ipo-new-etf-market-craze-blank-check-acquisition-companies-2020-8-1029462977>.

本文首次对现代 SPAC^[7]的经济性进行了分析。我们对 2019 年 1 月至 2020 年 6 月全部 47 家通过合并使企业上市的 SPAC 进行了分析。我们发现,为支持从 IPO 到合并的两年迂回过程设计的 SPAC 结构,所承担的成本是微妙的、不透明的,远高于此前的认识。我们进一步发现,几乎所有 SPAC IPO 的投资者都会在 SPAC 合并时赎回或出售他们的股票,留下一批新的股东来承担 SPAC 中的成本。此外,SPAC 结构导致其发起人与股东的利益在合并时并不一致。最后,我们得出结论,虽然 SPAC 中的大部分固有成本导致了 SPAC 各方之间的盈余分配,但从社会角度来看,很可能也存在净成本。由于这个原因,并出于保护投资者的考虑,我们认为监管改革是必要的。

SPAC 是由发起人成立的,发起人聘请承销商在 IPO 中向投资者发行股份。作为建立和支持 SPAC 的交换条件,发起人、承销商和 IPO 投资者将获得丰厚的补偿。发起人以名义价获得 SPAC IPO 后的 20% 股份以作为“促销”激励;承销商获得的承销费通常相当于 IPO 融资额的 5.5%,且通常不因后期股份赎回而调整;IPO 投资者除获得 SPAC 的股份外,还收到免费的认股权证,这稀释了的股份价值,并在合并时为 IPO 投资者提供 11.6% 的平均年化收益。发起人实质上的无偿股份和 IPO 投资者的无偿认股权证稀释了 SPAC 的普通股价值,而承销费进一步消

[7] SPAC 现在的结构始于 2009 年。早期的 SPAC 结构不同于如今的 SPAC,对前者的分析,See Yochanan Shachmurove & Milos Vulanovic, *Specialized Purpose Acquisition Company IPOs*, in *Oxford Handbook of IPOs* (Douglas Cumming & Sofia Johan Eds. 2019); Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPAC*, 37 *Del. J. Corp. L.* 849 (2013); Derek Heyman, *From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market and the Market's Response to the Regulation*, 2 *Entrepreneurial Bs. L. J.* 531 (2007); Daniel S. Riemer, *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*, 85 *Wash. U. L. Q.* 931 (2007); Steven M. Davidoff, *Black Market Capital*, 1 *Colum. Bus. L. Rev.* 172 (2008)。自该文章 2020 年 10 月在 SSRN 首次发表以来,经济学家已经发表两篇文章。参见 Minmo Gahng, Jay R. Ritter, Donghang Zhang, *Investor Returns on the Life Cycle of SPAC*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3775847 (确定在合并前的正收益以及合并后的负收益); Jessica Bai, Angela Mai & Miles Zheng, *Reaching for Yield in the Going - Public Market: Evidence from SPAC*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3746490 (研究通过 SPAC 和 IPO 上市的不同公司间的特征差异)。

耗了 SPAC 的现金。然后,SPAC 的股份赎回又加剧了每股现金的稀释和支出。^{〔8〕} 由于这些成本,当 SPAC 和目标公司合并时,它的每股现金远远低于应归属于其的 10 美元。我们发现,中位数的 SPAC 在其合并中仅提供了每股 6.4 美元的现金。发起人、IPO 投资者和承销商已提取了每股 3.6 美元。对于合并时的 SPAC 股东和目标公司股东来说,要想在交易中获得收益,合并必须产生价值上的盈余,以填补这些成本造成的窟窿。我们发现,在大多数 SPAC 中,这并没有发生。

SPAC 结构的固有成本远高于传统 IPO 相关成本。然而,承担这些成本的往往不是通过与 SPAC 合并上市的企业,而是选择不在合并前回售股份的 SPAC 股东,结果是不知不觉中补贴了他们让其上市的公司。未赎回股东的收益存在差异,大型基金和前财富 500 强高管赞助的 SPAC 通常表现更好。但是,整体而言,合并后 12 个月,未赎回股东获得的经市场调整的收益率平均值和中值分别为负 27% 和负 60%。此外,这些回报与合并时 SPAC 的每股现金高度相关。因此,与 SPAC 合并的公司似乎意识到了 SPAC 的实际每股现金,并且在谈判合并协议时放弃的股份价值大致相当于从交易中获得的现金。

未赎回的 SPAC 股东承担了 SPAC 结构中的固有成本,这一事实解释了 SPAC 合并对寻求上市的公司吸引力。从他们的角度来看,通过与 SPAC 合并上市成本低,比 IPO 成本更低,但这不是可持续的情况。在某一时刻,也许是在我们所建议的加强信息披露之时,SPAC 股东将拒绝承担这些成本和投资相关损失。

除了高昂的成本,SPAC 的另一结构缺陷是发起人与管理层的激励机制与股东利益难以一致。发起人与管理层共享的 20% 激励股份,使

〔8〕 由于促销通常并不会按照赎回同比例减少,赎回减少的现金金额比股份减少数量大得多。赎回也不会影响对公司行使认股权证所代表的权利。最后,减少已发行股份将增加每股承销费用。正如我们下文所述,我们所有的计算均考虑赎回净值,即扣除在 SPAC 合并时的私募融资带来的新增资金和在对 SPAC 发起人或者承销商补偿中计提的任何减值。

得各自都能从合并中收获丰厚利润,但未赎回股东的股份在合并中贬值。^[9]我们发现,在合并后的12个月内,股价表现低于市场水平,激励股份的平均价值为7700万美元。若SPAC合并失败,则其必须清算并将所有现金返还给公众股东,而发行人将一无所获。因此,当发起人向SPAC股东提议合并时,他们有动力为合并后的公司描绘一幅美好的蓝图。

未赎回SPAC股东承担了SPAC的固有成本且收益始终为负,这引发了对SPAC信息披露质量的质疑。我们发现,SPAC固有成本的透明度远低于预期,部分SPAC未充分披露发起人的经济利益。而且,证券法为发起人美化其提议的合并提供了便利。实务人士认为现有证券法为SPAC提供了“安全港”,使其免于因财务预测和其他前瞻信息存在虚假陈述和遗漏承担证券法项下的民事责任,^[10]而这种“安全港”不适用于IPO发行人。此外,除了财务预测和其他前瞻信息,与IPO相比,SPAC合并企业上市面临的虚假陈述和遗漏责任风险大幅降低,因而尽职调查也可能更少。我们建议SEC采取措施,要求更加清晰地披露SPAC的成本,并为SPAC和IPO创造公平的监管竞争环境。

本文第一部分阐明了SPAC的结构和流程,着重分析了其固有成本。第二部分分析了SPAC结构如何损耗SPAC股份的价值并使激励机制错位的。第三部分说明合并后SPAC股东承担了SPAC的固有成本。第四部分评估了SPAC是否为比传统IPO或者直接上市更好的上市途径。第五部分就SEC监管可应对我们发现的问题的方法提出建议,让SPAC的成本对投资者更加透明。第六部分简要讨论了自2020年6月我们的样本期结束以来SPAC市场所发生的事情,这是否印证了最危险的投资宣言:“这次不一样。”

[9] 从法律角度来看,SPAC的最高管理机构是董事会,但从实践来看,发起人控制着SPAC。作为一家独立的公司,发起人向SPAC委派管理人员和董事,该等管理人员和董事经常是发起人的实际控制人,在发起人中扮演重要角色。因此,为简单起见,我们将表述为发起人控制SPAC,这可理解为发起人形式上通过SPAC的董事和管理人员实现对SPAC的控制。

[10] See 15 U. S. C. § 77z-2, 78u-5.

一、什么是 SPAC?

SPAC 是一种由公众投资者持有的投资工具,其目的是与一家私人公司合并,使其成为上市企业。但是,这句简单的描述省略了 SPAC 的复杂性和隐形成本。本章介绍了 SPAC 的结构,SPAC 合并企业上市的流程及参与方。第二部分将量化分析 SPAC 结构的固有成本。

SPAC 合并企业上市包含两个独立的交易:SPAC 自身的 IPO 和合并一家私人公司,使其上市且通常附加股权配套融资。第(一)部分介绍了该等交易情况,指出投资 SPAC 的 IPO 并不表明在其最终合并时继续投资的承诺。第(二)部分提供的实证数据表明,几乎所有的 SPAC IPO 投资者都会在 SPAC 合并之前撤出了投资。一旦 SPAC 提议合并,其将进行增发融资,这相当于另外一场路演融资。本部分及本文其他部分以 2019 年 1 月至 2020 年 6 月合并的所有 47 家 SPAC(以下简称 2019 - 20 合并样本组)^[11]为基础进行分析。在此期间,仅有 6 家 SPAC 合并失败并清算。

(一) SPAC 结构和流程

SPAC 的创建始于发起人成立一家公司,并与承销商合作让 SPAC 通过 IPO 上市。发起人的范围很广,从大型私募基金到前财富 500 强高管,再到无特别相关背景的个人都有。在 IPO 之前,发起人以名义价取得相当于 25% IPO 融资额或 IPO 后 20% 股本的股份。在部分 SPAC 中,若 SPAC 最终合并时股本增加,则发起人的权益自动增加。该等股份是对发起人设立并资助 SPAC 经营管理的补偿,被称为对发起人的“促销”(promote)。此外,在 IPO 时,发起人按照估算的公平市价购买 SPAC 的认股权证及/或股份。SPAC 将发起人的投资用于支付 IPO 费用和寻找合并标的期间的运营成本。

[11] 我们也收集了 2015 年上市且在 2016 年至 2018 年合并的全部 17 家 SPAC 公司数据。我们发现这两类 SPAC 公司的结构和条款并不存在实质差异。由于 2015 年上市的 SPAC 公司在并购后至少有 2 年的业绩表现,我们使用该等 SPAC 公司可以比使用 2019 年和 2020 年合并的 SPAC 公司分析更长期间的业绩表现。

SPAC 在 IPO 中向公众投资者出售的是证券单位,每个证券单位包括一股股份和一份认股权证组成,也有在某些情况下,包括在合并交割时无偿获得一小部分股份的权利。按照惯例,SPAC 统一将证券单位定价为 10 美元。对于 2019 - 20 合并样本组中的 SPAC,一份认股权证可认购的股份为 1/4 股至一股不等,其行权价格统一定为每股 11.5 美元。样本组中的 15 家 SPAC 发行的证券单位附有可在 SPAC 完成合并时转换为十分之一股份的期权。样本组中的 SPAC IPO 融资额介于 3900 万美元至 6 亿 9000 万美元,平均值和中间值分别为 2.51 亿美元和 2.2 亿美元。

SPAC 公司在 IPO 中募集的资金存放于信托账户,并进行美国国债投资。根据 SPAC 的章程,信托资金仅能用于:(1) 企业收购;(2) 为 SPAC 合并成立的公司出资;(3) 若 SPAC 合并失败,进行清算并返还给股东;(4) 赎回股份,如下文所讨论,SPAC 通常应在两年内确定并购标的并完成并购。若 SPAC 未在两年内完成并购,将清算并将信托账户中的资金返还给公众股东,但股东同意延长期限的除外。若 SPAC 进行清算程序,则发起人面临投资失败的境地。

当 SPAC 提议一项并购交易时,股东有权回售其股份,回售价格相当于每股 10 美元的 IPO 价格加上存在信托账户产生的利息。这是 SPAC 公司的主要特征之一。然而,证券单位包含的认股权证和期权仍然有效,可独立交易。因此,SPAC 的 IPO 投资者可以回售其股份,并无偿持有其认股权证和期权。这些认股权证和期权是对 SPAC 的 IPO 投资者允许发起人将其资金用于设立 SPAC 及其上市后运营的补偿。

即使 SPAC 在赎回股份后资金所剩不多,也能够通过并购使企业上市,^[12]其结果仅是未赎回股东拥有合并后公司的一小部分股份而已。

[12] 一些合并后的公司努力满足交易所有关最低股东数量的上市要求。纳斯达克 5505 规则要求至少拥有 300 名整股股东(持股至少 100 股以上)。纽交所 102.01A 规则要求至少 400 名整股股东。例如,Xynomic 于 2019 年 5 月与 SPAC Bison Capital 合并上市后,在 2019 年 11 月 14 日的 10-Q 表中披露,它已经收到了不符合纳斯达克首发上市最低整股股东数量的通知。徐诺药业,季度报告(10-Q 表),第 5 页、第 7 页(2019 年 11 月 14 日)。纳斯达克要求合并后的 SPAC 公司重新证明符合首发上市的要求。纳斯达克参考书博物馆:编号 1416,纳斯达克上市中心(2017 年 8 月 18 日),载 https://listingcenter.nasdaq.com/Material_Search.aspx?materials=1416&mcd=LQ&criteria=2&cid=34。

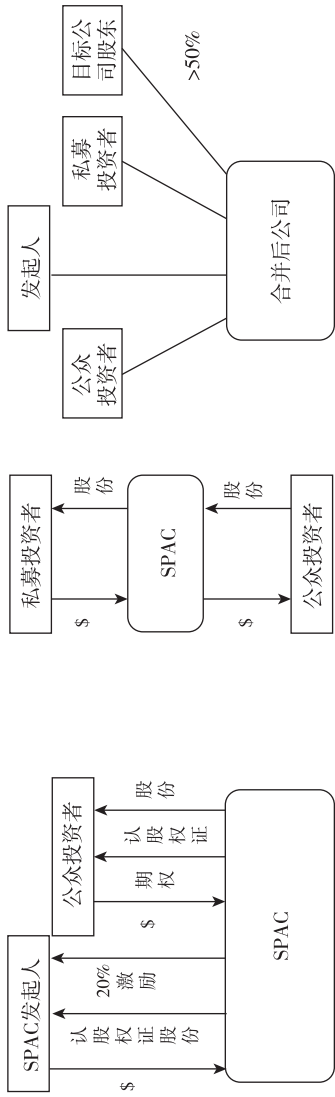
但是目标公司就交割条件谈判时,通常要求 SPAC 在赎回后保留最低数额的现金。

SPAC 公司有以下四种方法弥补赎回支出,或者即使没有赎回,也为在合并时增加现金。第一,发起人往往在合并的同时增加投资。第二,SPAC 公司也经常合并时引入第三方投资。一些 SPAC 公司在 IPO 时已与投资方签署了远期投资协议做好私募投资安排,而另一些则在合并时引入投资。发起人和第三方的投资以上市公司私募投资(以下简称 PIPE 投资)的方式进行,并以完成合并交易为前提条件。他们的投资价格可能是每股 10 美元或者更低的价格。如果是每股 10 美元,则大概相当于公众投资者放弃赎回选择权的有效投资价格。此外,发起人可向第三方投资者提供补偿,将其拥有的部分股份或认股权证转让给他们。第三,发起人有时会向那些在公开市场购买或者保留大量股份的投资者支付补偿,以换取他们不赎回股票的承诺。最后,在一些交易中,目标公司大股东在合并时对 SPAC 进行 PIPE 投资。^[13]

图 2 总结了 SPAC 生命周期的各个步骤:(1)公众投资者在 SPAC 的 IPO 中购买证券单位,发起人购买股份及/或认股权证,发起人以名义价获得 SPAC 上市后的 20% 股权;(2)两年内,SPAC 提议合并,私人公司将借此上市;^[14](3)SPAC 股东回售股份;(4)在合并的同时,发起人及/或第三方对 SPAC 进行 PIPE 投资;(5)合并推进;(6)SPAC 剩余的公众股东拥有合并后公司的小部分股权;(7)类似地,SPAC 发起人和第三方私募投资人拥有公司的少部分股权。

[13] 例如, Capitol Inv. Corp. IV, 临时报告(8-K 表),第 3.02 项,第 1 部分(2019 年 7 月 22 日);Mudrick Cap. Acquisition Corp. 和 Mudrick Capital Acquisition Corp. 收购 Hycroft Mining Corp., 打造世界级的矿业上市公司(8-K 表之附录 99.1)(2020 年 6 月 1 日)。

[14] 虽然用 SPAC 的行话来说,合并被称为“去 SPAC”,但我们仍将其称为 SPAC 的合并。



发起人促销，
发起人投资&IPO
(步骤a)

赎回，PIPE投资&合并
(步骤b, c, d)

合并后所有权结构
(步骤e, f, g)

图2 SPAC的步骤

表1 基于我们的2019-20合并样本组,提供了上述SPAC流程中各步骤的数据。^[15]为减少极值的影响,在本表及其他表格中,我们列出的数据为中位数及第25和第75分位数,而不是平均数。SPAC首发融资的中位数约为2.2亿美元,但这些融资以股份赎回的方式返还给股东的比例中值为73%。因赎回损失的大部分现金在PIPE投资中由第三方或者发起人弥补。即使如此,对于大多数SPAC公司而言,该等弥补只是一部分。在SPAC合并交付的现金中,公众股东贡献的中位数为64%,由第三方PIPE投资者贡献的中位数为25%。以所称的每股10美元为基准,第三方PIPE投资人买入SPAC股份的折扣中位数为5.5%。^[16]在37%的SPAC私募融资中,PIPE融资的折让比例为九折或者更低。其余的资金由发起人提供。^[17]合并后,SPAC股东,包括发起人,持有已上市公司的股份比例中值为35%,其中发起人持有比例为12%。合并后的上市公司市值中值为5亿2千万美元,接近于罗素2000指数公司市值中位数,后者为5亿8千万美元。^[18]1/4的合并交易产生了市值超过9亿5千5百万美元(含)的上市公司。最后,虽然特殊目的收购公司(SPAC)的名称中含有“收购”二字,但其并不“收购”企业,相反,SPAC在交易中与非上市公司合并,通常使原先的SPAC股东及发起人在合并后的公司中拥有少数权益。在87%的SPAC合并案中,发起人在合并后的公司高层中占有一席之地,最常见的是一个董事会席位。在大约1/4

[15] 虽然本文使用的数据部分源自SPAC Insider网站,但大部分数据是根据SPAC公司向SEC提交的文件整理所得。这其中的一些文件非常不透明,有时前后提交的文件也存在矛盾的情况。虽然我们尽力确保数据的准确性,但我们的数据收集过程中当然存在错误的可能性。但是,我们有信心该等错误不会对本文中的整体数据产生实质性影响。

[16] 如下文所述,当SPAC公司合并时,它将其股价定为每股10美元,约等于股份赎回价格。

[17] 需要注意的是,各组成部分的中位数不能简单相加计算全部数据(如SPAC出资总额)的中位数。因此,在表1中,公共投资者出资比例(%)中位数同第三方私募投资者出资比例(%)中位数和SPAC发起人出资比例(%)中位数相加不等于100%的出资比例。

[18] See *Market Capitalization Ranges*, FTSE Russell (May 8, 2020), <https://www.ftserussell.com/research-insights/russell-reconstitution/market-capitalization-ranges>.

的合并后公司中,发起人代表担任董事会主席,更少情况下担任 CEO 或者其他高管。他们能担任该等职位多久,还有待观察。

表 1 SPAC 现金流量概况

项目	中位数	第 25 分位	第 75 分位
IPO 融资额(百万美元)	220	141	328
赎回(% ,IPO 融资额)	73	18	95
合并中向目标公司交付的现金总额(百万美元)	152	26	353
向目标公司交付的现金占 IPO 融资额比例(%)	71	16	121
SPAC 公众投资者:占交付现金比例(%)	64	28	99
第三方 PIPE 投资者:占交付现金比例(%)	25	0	43
发起人作为 PIPE 投资者:占交付现金比例(%)	0	0	11
合并后市值(百万美元)	602	321	955
合并后所有 SPAC 股东(含发起人)的持股比例(%)	34	24	50
合并后的发起人持股比例(%)	12	6	15

总而言之,SPAC 为公司上市提供了一条迂回路线。SPAC 的首次公开募股只是让 SPAC 成为一家上市公司。作为对发起人设立并资助 SPAC 寻找标的过程中运营管理的补偿,发起人持有 SPAC 的 20% 股份。作为买入 SPAC 首发股份的交流,SPAC 的 IPO 投资者免费获得认股权证和期权。2019 - 20 合并样本组中的 SPAC 公司通常会赎回其 IPO 中发行的大部分股票,并在合并时引入新的股本。因此,从功能视角来看,合并是目标公司的 IPO。合并交易不仅是为目标公司上市,也主要是为合并后的公司筹集股本。在第(二)部分中,我们通过实证研究表明,SPAC 首发股东与 SPAC 合并股东间的分歧甚至比赎回率表现

的还要大。

(二) 股东的分歧:投资 SPAC 首发上市或者投资 SPAC 合并交易

本部分进一步研究了股东在 SPAC 首发上市和合并交易中的分歧。在第一节中,我们看到,在 2019 - 20 合并样本组中,SPAC 公司股份赎回率中值为 73%。在本节中,我们更加详细地介绍赎回情况,提供了 IPO 投资者通过二级市场出售撤回投资的数据。SPAC IPO 投资者几乎都是大型机构投资者及相关对冲基金,需要向 SEC 提交 13F 表。^[19] 从 SPAC 首发上市开始到其合并,该等 13F 表申报人持有并交易几乎全部公开交易的 SPAC 股份。^[20] 图 3 展示了在 IPO 后首次 13F 表申报日至 SPAC 合并前最后一个申报日间,该等 13F 申报人持有各 SPAC 公司公开交易的股份比例情况。在这段时间内,变化不大。这些 13F 申报人在 IPO 之后的持股中位数是 85%,而在合并结束前的中位数是 87%,平均

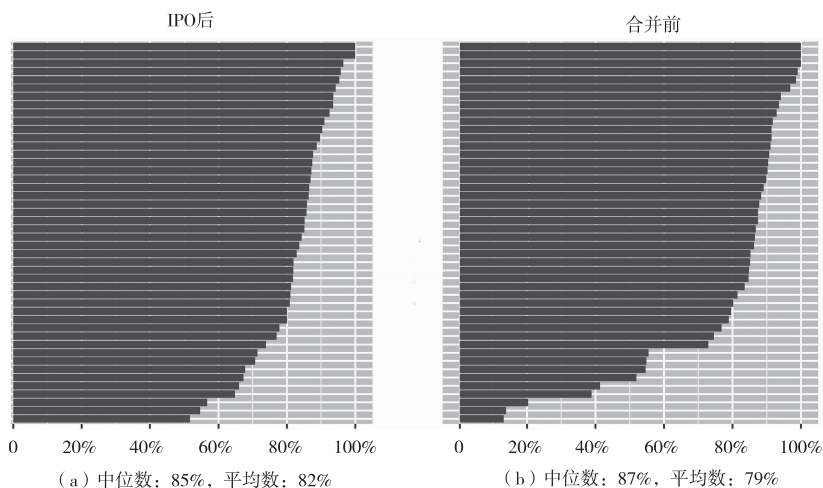


图3 13F 申报人在 SPAC 首发上市后持有的股份比例

[19] 在 SPAC 行业,众所周知的是,IPO 的投资者是对冲基金。因此,虽然这些投资管理机构可能代表其他客户投资 SPAC 的 IPO,但为简便起见,我们将 IPO 投资者交换地称为 13F 申报人或者对冲基金。

[20] 13F 表的提交要求规定于《证券交易法》第 13(f)条(15 U. S. C. § 78m),必须由管理权益类证券资产超过 1 亿美元的机构投资者提交。

值分别为 82% 和 79%。此外,在此期间持有股份的 13F 表格申报人及其持有的股份数量,仍然相当稳定。^[21]

在 SPAC 首发上市中购买证券单位的 13F 申报人中,存在部分频繁反复参与交易的对冲基金,通常市场将这些对冲基金称为“SPAC 团伙”。这些基金仅投资于 SPAC 的 IPO,无任何意愿在合并后继续投资。^[22] 由于对 SPAC 团伙成员尚无清单或者定义,因此,我们以 2010 年至 2020 年 6 月上市的 SPAC 公司为对象,将从该等公司 IPO 上市至宣告合并期间,至少在 10 家 SPAC 公司中持有至少 10 万股股份的 13F 申报人认定为 SPAC 团伙。据此,共有 88 家 SPAC 团伙成员,大约占 IPO 后公共持有股份总数的 70%,占 13F 申报人 IPO 后持有股份总数的 82%。(见图 4)

[21] 在 SPAC 提出合并前,13F 申报人在 IPO 中所购股票的出售比例平均数和中位数分别为 20.9% 和 14.4%。

[22] 目前,对该类投资者的报道有限。近期,《金融时报》的一篇文章提及,SPAC 团伙是以 SPAC 认股权证为投资策略的对冲基金。Patrick Jenkins, Opinion, *The Twisted Logic of Reverse Listings*, Fin. Times (Aug. 3, 2020), <https://www.ft.com/content/7501e978-2a62-4a5c-bf94-aaac2ce40f2>. SPAC Insider 是一家为 SPAC 投资者及其他参与者服务的领先资源供应商它出售刻着“SPAC 团伙”和“给我们一个难以拒绝的提议……”字样的衬衣,暗指这些投资者通过在 IPO 中购买证券单位,回售或者出售股份并免费保留认股权证和权利的方式赚取了高额回报。SPAC Mafia: *Traditional Fit*, SPAC Insider, <https://spacinsider.com/product/spac-mafia-short-sleeve-t-shirt/>. “SPAC 团伙”一词的起源至少可以追溯到上一代的 SPAC。在金融危机前,SPAC 规则要求合并交易需要获得股东表决同意。See Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPAC*, 37 Del. J. Corp. L. 849 (2013). 2016 年 7 月 16 日,加拿大主要报纸《环球时报》发表的一篇文章指出,一帮对冲基金大量买入这些早期 SPAC 的股份,寻求否决并购交易,除非他们得到支持这些交易的额外补偿。这些对冲基金后来被人们称为“SPAC 团伙”。Andrew Willis & Niall McGee, *Closing in on a Deal to Break SPAC's Silence*, Globe & Mail (July 19, 2016), <https://www.theglobeandmail.com/report-on-business/streetwise/closing-in-on-a-deal-to-break-spacs-silence/article30998140/>. 现代 SPAC 规则不允许投资者以这种方式阻止并购交易,强行索取回报。

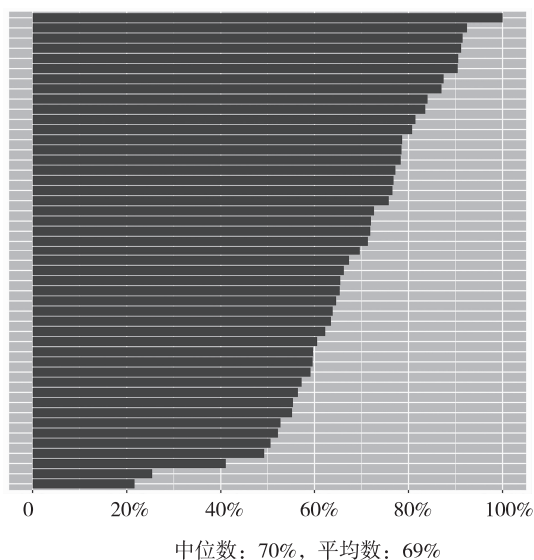


图4 IPO后第一季度SPAC 团伙持有的全部SPAC 股份

在 SPAC 合并完成时,SPAC 团伙和其他 SPAC 首发投资者均未大量持有股份。图 5 显示了 2019 - 20 合并样本组的 SPAC 股份赎回比例情况。在 2019 - 20 合并样本组中,SPAC 赎回比例的平均值和中间值分别为 58% 和 73%,其中 1/4 的 SPAC 股份赎回率超过 95%。然而,这些数字低估了 SPAC 的 IPO 投资者在合并时退出并为新股东取代的程度。未赎回的股东也不一定保留股份,在某些情况下,SPAC 宣布合并方案后,股价因预期交易而上涨,在此情况下,股东通过二级市场出售而非赎回的方式退出。

为了研究合并前撤资的整体情况,我们研究了合并公告前持有股份的 13F 股东在合并后的继续持股情况。^[23] 我们比照前文讨论的赎回率定义了“撤资率”。撤资可能是由于赎回或在市场上出售股票而发生的。例如,某特定 13F 投资者报告,在合并宣告前持有 100,000 股 SPAC

[23] 对于合并后的持股情况,我们关注合并完成后首次提交的 13F 报告。对于合并前的持股情况,我们关注合并宣告前的 13F 报告,但是不管我们使用的是哪些合并前的 13F 报告,包括 SPAC 上市之后的首次 13F 报告,这些计算结果很相似。

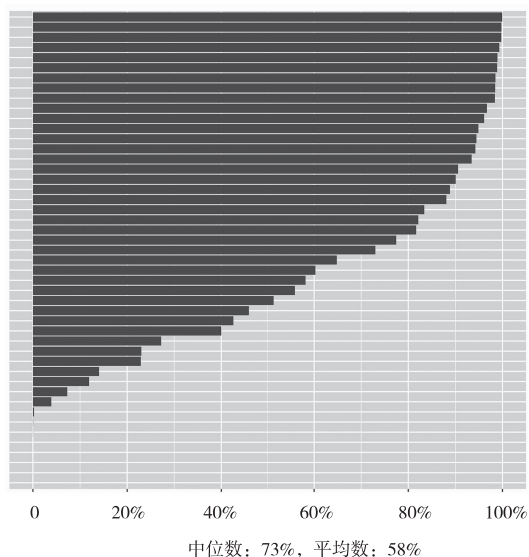


图5 SPAC 赎回情况

股份,在合并完成时持有 50,000 股份,则其撤资率为 50%。^[24] 然后,我们从 SPAC 整体测算出发,汇总各投资者的撤资率,以计算出 SPAC 的撤资率。若 SPAC 的撤资率为 75%,则意味着 13F 申报人在宣布合并前所持有的 75% 股份,在宣布拟议合并后被赎回或出售给新的投资者。

图 6 为撤资率分布图。SPAC 撤资率的平均值和中间值分别为 92% 和 98%。SPAC 团伙的撤资率甚至更高,其撤资率的平均值和中间值分别为 97% 和 100%。撤资率表明,即使在赎回率较低的情况下,也很少有合并前的股东在合并后还继续持有他们的股票。例如,对于赎回率低于 30% (含) 的 SPAC 公司,平均撤资率仍然达 85%。

[24] 理论上,我们想要测算持股比例的最精确时间是在股东做出是否赎回股份的最终决定之后,通常是合并即将完成之时。此刻,目标公司的内在价值首次直接展示在股东面前。但是,13F 报告中的数据缺乏足够的时间粒度区分出回售决定日与合并日之间的期间。因此,我们只看合并后的首份 13F 报告。

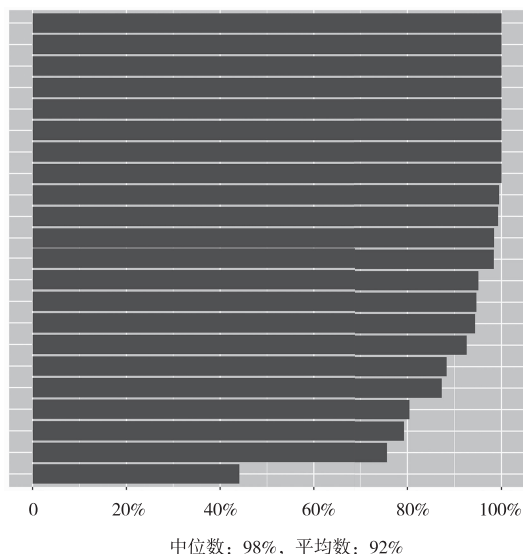


图6 SPAC的13F投资者撤资率分布(2019年合并案例)

随着 IPO 投资者因宣布合并而退出,SPAC 必须吸引新的投资者。。如果 SPAC 能够引起市场足够的兴趣,使退出的投资者能够出售而不是赎回股份,SPAC 就能避免股份赎回引发的现金流失。但是在股东回售的情况下,SPAC 可通过吸引新的股权投资较好地弥补部分资金。当 SPAC 宣布拟议合并时,其发起人积极向潜在投资人推销该交易,进行所谓的“SPAC 路演”。^[25] 路演有两项目标:一是吸引 PIPE 投资人;二是引起公众投资者的兴趣。

在 2019 - 20 合并样本组中,77% 的 SPAC 公司有 PIPE 融资,其中 83% 引入了第三方投资者,61% 由发起人增资,44% 两者皆有。^[26] 在所有的 SPAC 公司中,发起人和第三方投资者在合并时对 SPAC 的股本注资平均占 SPAC 在合并中交付现金的 40%。在 1/3 以上的 SPAC 公司中,超过 50% 的交付给目标公司的现金来自该等股本注资,剩余部分来

[25] See <https://www.cowen.com/insights/spacs-now-part-of-conversation-with-most-companies-seeking-public-listing/>.

[26] 对于第三方投资的 SPAC 公司,该等第三方投资占提供给目标公司的资金比例平均值和中间值分别为 42% 和 36%。

自 SPAC 在 IPO 中募集且未被赎回的资金。正如第(一)部分所述,一些第三方 PIPE 投资是按照所谓的 SPAC 每股 10 美元价值打折认购的,且在一些交易中,发起人通过向投资者额外支付自己的股份或者认股权证以补贴 PIPE 投资。发起人也给予公众股东补偿,以换取不回售股份的承诺,也给予其他第三方补偿,作为交换,他们承诺购买大量股份且不回售。^[27] 该等补偿交易与定向发行的折扣价格基本相同。^[28]

这种 IPO 投资和随后的撤资,然后在合并时吸引新的股权投资的模式表明,SPAC 的 IPO 和合并本质上是相互独立的。在 SPAC 的 IPO 中,投资者扮演的主要角色是创设一种通过合并使私人公司上市的公共工具。新的股东将在该等公共工具合并中投资,而其 IPO 投资者通常不发挥任何作用。正如我们在第(二)部分所述,SPAC 首发股东因履行前述职责获得的免费认股权证和期权补偿,严重影响了新股东通过投资 SPAC 合并获得的收益。

二、SPAC 结构中的固有成本

本部分将分析并量化 SPAC 结构中的固有成本,这些成本会减少 SPAC 在企业合并中贡献的每股现金流量。一种成本是发起人持有 20% 的激励股票所造成的股权稀释;另一种是授予 IPO 投资人认股权证产生的股权稀释;还有一种是股票承销费用。以上三种成本在 SPAC IPO 阶段就已存在。不过,正如下文所解释的,在企业合并时赎回股份,会加大这些成本对剩余 SPAC 公司股份^[29]的影响。我们将这些成本纳入考量后,发现在已有样本中,SPAC 在企业合并时的每股现金流量的

[27] SPAC 提交给 SEC 的文件并不总是披露交易的实质性内容,例如,不会披露为换取不回售的承诺提供的补偿。该等安排是否总是披露也不清楚。因此,我们并不试图计算该等安排的数量。所以,我们针对 SPAC 公司对合并时流入新钱的依赖程度分析也存在低估的情况。

[28] 对于第三方投资的 SPAC 公司,该等第三方投资占提供给目标公司的资金比例平均值和中间值分别为 42% 和 36%。

[29] 稀释成本基本上是固定的,或作为美元价值,或作为大量发行的免费证券。当股份赎回增加时,这些基本固定的成本在 SPAC 交付的现金总额中所占比例会增加。

平均值和中位数分别只有 5.10 美元和 6.40 美元。然而, SPAC 在企业合并时的股票价值却为每股 10 美元。所谓的每股 10 美元的股票价值与每股现金流量之间的差额,实际上已作为报酬支付给 SPAC 的发起人、IPO 阶段的投资人和承销商。在第三部分中,我们发现 SPAC 的目标公司似乎清楚这一事实,并且在协商交易条款时十分重视股权现金流量,而将 SPAC 的成本留给 SPAC 的未赎回股东。目标公司的交易谈判能力与发起人股份激励中固有的额外成本有关。若 SPAC 完成合并,即使合并后股价下跌,发起人也会获取大量收益。若 SPAC 不合并,发起人将一无所获。

(一) 发起人的“促销激励”和现金投资

正如第一部分所述,发起人以名义价格获得相当于 SPAC IPO 募资金额的 25%,或相当于 IPO 后流通股份的 20% 股份,作为其为 SPAC 工作的报酬。此外,有些 SPAC 公司规定,其对发起人的股份激励将增加到相当于在企业合并时的定向融资中所发行股份的 20%。^[30] 然而,没有规定要求股份激励措施根据股份赎回情况调整。“促销激励”是建立 SPAC 公司的成本,表现为对 SPAC 公司的股份稀释。虽然在 IPO 中,股东最初以每股 10 美元的价格买入 SPAC 公司证券单元,但在考虑促销激励后,SPAC 公司流通股票在 IPO 后随即变为每股 8 美元。此外,促销激励的存在使发起人与未赎回的股东利益不一致。尽管发起人从对未赎回股东有利的交易中获得了更多的收益,但即使在对其不利的交易中,发起人仍稳赚不赔——若没有达成交易,连最初的投资也会打水漂。因此,发起人也有动机作出对 SPAC 公司股东不利的交易。

在 SPAC 的股东回售股份的情况下,每股的稀释程度会增加。若赎回的股份占公开发行股份的 50%,促销激励占流通股份的比例就会从初始的 20% 增加至企业合并后的 33%。^[31] 在某些合并中,目标公司或第三方 PIPE 投资人与发起人协商放弃其部分股份或认股权,从而增加其他股东的所有权比例。发起人的“促销激励净值”就是发起人的初始

[30] 有些有此规定的 SPAC 公司会实现净赎回,有些则没有。

[31] 例如,假设 SPAC 公司有 100 股流通股份,其中 20 股为提振激励,80 股为公共股份。如果赎回 80 股公共股份中的 50%,剩下 40 股公共股份,那么在总共 60 股的流通股份中,有 20 股为促销激励。

股份激励减去在企业合并时发起人放弃的股份。若发起人放弃认股权证,则从发起人的促销激励中减去所放弃认股权证的市场价值,以合并日为淮。

表 2 列示了在 2019 - 20 合并样本组中,促销激励净值所产生的稀释效应。发起人的股份按票面价值 10 美元计算,^[32] 促销激励净值的中位数为 3800 万美元,平均值为 5400 万美元。促销激励净值作为企业合并前股东权益的一部分——包括未赎回的公共股份、定增融资中新发行的股份以及发起人的股份,并根据流通的认股权证进行调整,^[33] 促销激励净值在股东权益中占比的中位数为 21%。于是,发起人的促销激励在中位数基础上每股稀释 2.10 美元,在平均值基础上每股稀释 2.90 美元。这样一来,尽管有的公司发起人放弃了部分股份或认股权证,但从平均数和中位数来看,与通过赎回从 SPAC 流出的净现金不成正比。对于处于第 75 个百分点的 SPAC 来说,促销激励金额占流通股份的 43%。因此,实际支付的只有流通股份的 57%。从表 2 还可以看出促销激励净值在企业合并后流通股份中的占比,其平均值和中位数分别为 8% 和 9%。企业合并后的流通股份票面价值同样为 10 美元,包括发起人的股份、未赎回 SPAC 公司股东持有的股份,发行给 PIPE 投资人的股份以及发行给目标股东的股份。

表 2 发起人的促销激励

项目	中位数	平均值	第 25 百分位数	第 75 百分位数
企业合并前促销激励净值占股东权益的比例(%)	21	28	11	43
企业合并后促销激励净值占股东权益的比例(%)	8	9	5	11
促销激励净值(百万美元)	38	54	19	76

[32] SPAC 企业合并协议对 SPAC 公司股份的估值为 10 美元。参见 GigCapital Inc. 的 8 - K 表(2019 年 2 月 26 日)第 5 页;DD3 Acquisition Corp. 的 425 表(2019 年 8 月)第 2 页。

[33] 认股权证按企业合并当日的交易价格进行估值。如果认股权证的交易价格是 1 美元,在计算股权稀释时,认股权证按照股份价值的 1/10 计算。

(二) 公众持有的认股权证和期权

如上所述,SPAC 向 IPO 投资者提供免费的认股权证和股份期权,以诱导他们购买证券单元,从而将 SPAC 创建为一个公共工具,以便将来帮助私人公司上市。近似促销,认股权证和股份期权也是创建 SPAC 的成本;并如同促销一样稀释了 SPAC 的股份价值。在 2019-20 合并样本组的 IPO 中,证券单元以统一价格 10 美元出售,其中包含一份认股权证,认购比例为 1/4 股至 1 股,行使价格统一定为每股 11.50 美元。若包含股份期权,持有人则可在合并时无偿获得 1/10 的股份。在 SPAC 上市后,认股权证和股份期权与股票将分开交易,不受赎回限制。因此,当股东以 10 美元加利息赎回股份时,可无偿保留其认股权证和股份期权。

SPAC 的 IPO 的投资者中,赎回股票的投资者平均收获了 11.6% 的年化投资收益——鉴于赎回权有担保,这种投资没有下跌的风险。这一收益主要得益于给予 IPO 投资者的免费认股权证和股份期权。在合并时,认股权证的平均交易价格为 1.68 美元,股份期权的交易价格为 1.00 美元。因此,对于一个在两年期限结束时合并的 SPAC 来说,IPO 投资者获得每股 2.45 美元的收益^[34](年化收益率为 11.6%,两年以复利计算,收益率为 24.5%)。由于认股权证稀释了股票价值,因此这一成本是继续投资于合并的 SPAC 股东或目标股东承担的。^[35] 近似促销,认股权证的每股成本随着赎回的增加而增加。虽然已发行的认股权证数量没有变化,但如果已发行的股票数量因赎回而下降,那么每股未执行的认股权证数量就会增加,稀释程度也会增加。

表 3 列出了认股权证和股份期权的相关数据,以及它们所产生的稀

[34] 年化收益率为 11.6%,两年以复利计算,收益率为 24.5%。

[35] 将认股权证和股份期权给合并后的公司带来的成本概念化,从功能上看(当然,从形式上看不是),这种方法是将 SPAC 的合并看作是一次 IPO。在本次 IPO 中,目标公司向 SPAC 的股东发行股票、认股权证和/或股份期权,并接受 SPAC 的现金作为交换。为了与 SPAC 股东的赎回权竞争,目标公司必须让 SPAC 股东相信它提供的是每股 10 美元的价值——也就是说,每份股 10 美元。如果目标公司确实为 SPAC 股东提供每股 10 美元的价值,那么目标公司将在交易中损失,因为它将免费发行认股权证和股份期权,这将稀释股票价值。另外,如果目标公司提供的价值低于每股 10 美元,则 SPAC 股东将至少承担部分损失。

释作用。我们以合并结束之日的交易价格评估认股权证。约有 1/3 的 SPAC 投资者在合并时有权换取 1/10 的股份,因此我们将其估值为 1.00 美元。我们通过将认股权证和股份期权的价值乘以公众投资者持有的每种证券的数量,来衡量其总价值。^[36] 这样得出的平均值和中值分别为 3400 万美元和 1900 万美元。若我们再次将合并前股票估值为每股 10 美元,则认股权证和股份期权的价值总额占合并前股权价值比例的平均数和中位数分别为 14% 和 12%,而占并购后的股权价值比例,则分别为 5% 和 4%。

表 3 SPAC 认股权证和股份期权成本

项目	中值	平均值	第 25 百分位	第 75 百分位
每份认股权证可认购的股份	0.5	0.63	0.5	1
每份股份期权可转换的股份	0	0.03	0	0.1
认股权证和期权价值(百万美元)	19	34	12	34
认股权证成本 + 股份期权成本占合并前权益百分比(%)	12	14	6	23
认股权证成本 + 股份期权成本占合并前权益百分比(%)	4	5	3	6

(三) 承销费用

SPAC 承销费用通常为 IPO 融资额的 5.5%,略低于同等规模传统 IPO 的通常收费。^[37] 其中 3.5% 的费用通常以 SPAC 完成合并为条件,付款时间会推迟到合并完成后。5.5% 的费用似乎是合理的,但请记住,在大多数 SPAC 中,大多数股份是被赎回的。另外,承销费通常不会在

[36] 我们不把发起人拥有的认股权证和股份期权计入成本,这是因为向 SPAC 的发起人出售这些认股权证和股份期权所筹集的资金均用于支付 SPAC 的初始承销费用。如果我们把初始承销费用和为支付该费用而出售的证券都算作成本,将重复计算这一成本。

[37] Alan Jones & Derek Thomson, *Considering an IPO? First, Understand the Costs*, 普华永道会计师事务所, <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>。

合并时进行调整。^[38] 因此,如果按照最终投资于上市公司的资金来衡量费用,承销费是相当高的。例如,某 SPAC 的 50% 股份被赎回,有效费用为 11%。就合并后的公司从 SPAC 获得现金而言,承销费是获得该现金的成本。但是,若 SPAC 的股份已被赎回,并且现金已被退回,那么承销费用就代表着已经耗尽的现金,对合并后的公司没有任何好处。

表 4 列示了 2019 - 20 合并样本组中企业的承销费用。如同承销费用通常是以 IPO 融资额为标准计算,我们也首先以 IPO 融资额为标准测算费用,中位数是 IPO 融资额的 5.5%。然后,我们将未被赎回且最终投资于目标公司的 IPO 融资额比例列示为费用。按照这种方式计算,费用中位数为最终投资于合并后公司的 IPO 融资额的 16.3%。图 5 显示了这种情况,高于中位数的赎回率超过 73%。平均承销费用为 350%,这个看似荒谬的数字反映了这样一个事实:在极端情况下,赎回率接近 100%,而承销商通常都会保留他们的费用。然而,即使聚焦于中位数,SPAC 的有效承销费用也比 IPO 高得多。下文将更全面地比较了 SPAC 成本和 IPO 成本。

表 4 承销费用

项目	中值	平均值	第 25 百分位	第 75 百分位
承销费用占 IPO 融资额的百分比(%)	5.5	5.2	4.9	5.5
承销费用占未赎回股份融资额的百分比(%)	16.3	344.9	6.6	100.9
承销费用占合并后交付现金的百分比(%)	7.2	203.2	4.1	33.6
承销费用占合并前股权的百分比(%)	5.2	7.0	3.3	9.3
承销费用占合并后股权的百分比(%)	2.3	2.2	1.3	3.0

[38] 我们 2019 ~ 2020 年团队中的一些 SPAC,如 EdTechX Holdings Acquisition Corporation,Greenland Acquisition Corporation,规定递延承销费用将根据赎回情况进行下调。EdTechX Holdings Acquisition Corporation,上市登记表 S - 1 补充文件 1 号,第 94 页(2018 年 9 月 25 日);Greenland Acquisition Corporation,上市登记表 S - 1,第 149 页(2018 年 6 月 29 日)。然而,这一 SPAC 的承销费用是 7% 起步——大大高于 SPAC 的平均费用。此外,少数 SPAC 在合并时向下协商递延费用。

(四) SPAC 成本底线

表 5 汇总了 SPAC 中的三种固有成本,^[39] 结果惊人。总成本占合并前股本的比例平均数和中位数分别 49% 和 36%, 占合并后股本的比例平均数和中位数 16% 和 14%。

表 5 SPAC 总成本汇总

项目		中值	平均值	第 25 百分位	第 75 百分位
成本占合并前股本的比例	净促销(%)	21	28	11	43
	承销费用(%)	5	7	3	9
	认股权证和股份期权成本(%)	12	14	6	23
	总成本(%)	36	49	23	80
成本占合并后股本的比例	净促销(%)	8	9	5	11
	承销费用(%)	2	2	1	3
	认股权证和股份期权成本(%)	4	5	3	6
	总成本(%)	14	16	10	20

这些成本降低了 SPAC 股份的价值。在与目标公司的合并中, SPAC 自称其股份价值为每股 10 美元,实际上大概是每股的赎回价格,因此也是合并前的交易价格。但 SPAC 并没有向目标公司交付每股 10 美元的现金。远非如此,该公司交付的是每股 10 美元减去上述成本后的价格。因此,合并前 SPAC 每股现金价值中位数为 6.40 美元。^[40] 为了使合并对未赎回的 SPAC 股东和目标公司股东来说是增值的,合并必须创造足够的盈余来填补每股 3.6 美元的缺口。该盈余可能来自目标公司成为上市公司的内在价值,目标公司可以利用 SPAC 现金,以及

[39] 注意,总成本的中位数不一定等于单项成本的中位数之和。

[40] $(1 - 0.36) \times 10$ 美元。

SPAC 的发起人持续参与的价值。然而,若合并没有产生足够的盈余,SPAC、目标公司的股东,或两者都将在合并中蒙受损失。SPAC 和目标公司协商的价格或股份交换将决定如何分配损失。正如第四部分所示,对于 2019-20 合并样本组企业,未赎回的 SPAC 股东通常承担 SPAC 内含的所有成本。

三、谁承担 SPAC 成本? 合并后的价格表现

在确定设立 SPAC 需要高昂成本后,下一个问题是,未赎回股东是否承担这些成本,或者他们是否将部分或全部成本转嫁给 SPAC 合并的目标公司。以第二部分末尾所述的中位数 SPAC 为例,该等公司的股价宣称为每股 10 美元,但每股现金仅为 6.40 美元。如果 SPAC 的投资者持有合并后公司价值每股 6.40 美元的股份,那么他们将承担 SPAC 中包含的每股 3.60 美元的成本。相比之下,如果 SPAC 的投资者获得价值每股 10 美元或更多的股票,则可能是 SPAC 创造了足够的交易盈余来弥补 SPAC 的成本,或者目标公司承担了成本。

合并协议的条款确定了 SPAC 的成本承担方。假设中位数的 SPAC 每股现金为 6.40 美元,与其合并的目标公司在合并前的每股价值也是 6.40 美元。假设两家公司的流通股均为 100 股,如果目标公司协商以一换一的方式交换股票,仅以其提供的现金来看 SPAC 的价值,目标股东将获得与其股票价值相等的现金。目标股东将放弃每股价值 6.40 美元的股票,以换取合并后公司的一股股票,该股票也将价值 6.40 美元。^[41]另外,SPAC 的未赎回股东将看到其股价从合并前的约每股 10 美元跌至

[41] 假设 SPAC 的价值仅以现金支付,那么 SPAC 的价值为 640 美元,发行在外的股份为 100 股。目标将价值相同的数量,流通的股票数量相同。因此,合并后的公司的价值为 1280 美元,发行 200 股,即每股 6.40 美元。

合并后的每股 6.40 美元^[42]。他们将承担每股 3.60 美元的成本,这些成本是由 SPAC 的发起人、IPO 投资者和承销商所提取的价值产生的。相反,如果 SPAC 通过协商,以一股 SPAC 的股份换成四股目标公司的股份,未赎回股东将为其股份获得每股 10 美元的合并后价值,甚至由目标公司的股东承担费用。^[43]正如我们所说,如果合并产生足够的盈余,目标公司和非赎回 SPAC 的股东都有可能获利。但如果没有盈余,双方就不可能获得理想的利润。

由于目标公司在现实世界中的价值是未知的,合并条款并没有说明哪一方承担了 SPAC 的成本。但是,合并前现金流量与合并后股价之间的关系可以为推断提供依据。如果 SPAC 股东获得的合并后公司股份价值,大致相当于合并前 SPAC 的每股现金数额,这意味着目标公司谈判是为了保护自己免受 SPAC 的成本损失。在这一部分中,我们分析了 2019-20 合并样本组中 SPAC 的合并后收益,发现它们确实与合并前的每股现金高度相关。因此,在合并时及合并后持有股票的 SPAC 股东承担了 SPAC 的固有成本。这就提出了一个问题,为什么 SPAC 的股东会同意这些合并。据推测,他们高估了 SPAC 中的现金或者目标价值。可能导致这种错误估计的一个因素是,发起人为鼓励对其提议的合并进行投资,提供的激励措施不当。我们通过分析赞助商的收益来研究这种可能性,发现他们的收益很高。

(一) 未赎回的 SPAC 公众股东在合并后的收益

为了衡量未赎回的 SPAC 股东的合并后收益,我们从 SPAC 的赎回价格开始,这大概是 SPAC 在宣布合并之前的交易价格。因此,我们计算给定的 SPAC 在时间点 t 可获得的收益为:

[42] 此示例中,我们规定目标的业务价值已知为 640 美元。实际上,目标企业的价值将非常不确定。如果 SPAC 的股东知道合并前的业务价值为 640 美元,他们将拒绝一对一的股票交换,但是如果他们认为目标公司的合并前的业务价值为 1400 美元,那么合并似乎对他们来说很划算,他们会选择不赎回。正如我们在本节中所表明的,合并后的价格表现表明,SPAC 投资者在评估其 SPAC 与之合并的目标的价值或者估计其 SPAC 的稀释度时过于乐观。

[43] 在这种情况下,合并后公司的价值为 1280 美元,发行在外的股票为 125 股——SPAC 股东的股票为 100 股,向目标股东发行的股票为 25 股。则这 125 股股票中的每一股将价值约 10 美元。

$$\text{在 } t \text{ 点的收益} = \frac{\text{调整后的价格 } t}{\text{赎回价格}} - 1$$

“调整后的价格 t ”是 SPAC 的普通股在时间 t 的价格,该价格已根据股票拆分和分红进行调整。我们将 SPAC 的收益与罗素 2000 指数和复兴资本 IPO 指数的收益进行比较,这是比较的自然基础,因为 SPAC 的合并的功能上与目标公司的 IPO 相同。^[44]

我们首先考虑 2019 - 20 合并样本组中所有 SPAC 的业绩,然后根据 SPAC 发起人的性质分别研究业绩差异。表 6 的 3 个小组的分别列出 2019 ~ 2020 年度合并的所有 SPAC 在合并后 3 个月、6 个月及 12 个月的收益。在这些时间段内,经调整后的和未调整的回报率平均数和中位数都是负数,超过 IPO 指数的回报率尤其值得关注。在 6 个月的时候,合并后的平均收益率超过 IPO 指数的百分比为负 33%。每个时间段的收益率中位数都低于平均收益率。

我们现根据发起人和经理人的性质来区分 SPAC 公司。我们把 SPAC 分成两组,其中一组有 Pitch Book 上列出的资产管理规模超过 10 亿美元的私募股权基金作发起人,或者有前财富 500 强公司^[45]高管作发起人或经理,这组 SPAC 公司被我们称之为“高质量组”。在 47 家 SPAC 中,有 24 家符合高质量的定义。

尽管高质量发起人的 SPAC 结构与其他公司相同,因此成本来源也相同,但由于多种原因,它们的业绩可能会优于其他公司。首先,如果 SPAC 的发起人继续与合并后的公司合作,其技能和经验可能会提高公司的绩效,这可能填补 SPAC 的成本所造成的价值空缺。其次,这些 SPAC 可能提供的认股权证比其他公司少,但仍能吸引 IPO 投资者。再次,对这些 SPAC 成功的预期可能会导致他们的股价在宣布合并后上涨,在这种情况下,SPAC 的 IPO 投资者将在市场上出售而不是回售其股票。更少的赎回意味着更少的每股成本。最后,高质量的发起人可能比其他发起人能够吸引更多的 PIPE 投资,这也将降低每股成本。

[44] 这一指数来自复兴资本(renaissance capital),对上市后 2 年的公司进行跟踪。有关该指数的更多信息,请参见 Renaissance IPOETF, Renaissance CAP, 载 <https://www.renaissancecapital.com/IPO-Investing/US-IPO-ETF>。

[45] 包括财富 500 强和全球 500 强。

表 6 SPAC 合并后的收益

项目	3 个月			6 个月			12 个月		
	全部	高质量	非高质量	全部	高质量	非高质量	全部	高质量	非高质量
平均收益率(%)	-2.9	-31.5	-38.8	-1.5	33.0	-37.5	6.8	39.3	-25.8
中位收益率(%)	-14.5	-4.6	-46.9	-21.0	-9.8	-40.6	-22.4	-9.1	-56.2
平均收益率 (超出 IPO 指数) (%)	-13.1	25.1	-53.0	-33.3	-0.2	-67.8	-64.5	-33.3	-95.8
中位收益率 (超出 IPO 指数) (%)	-32.8	7.1	-52.1	-45.5	-31.0	-59.9	-89.1	-55.2	-101.6
平均收益率 (超出 NASDAQ) (%)	-8.9	27.9	-47.4	-18.0	17.5	-55.1	-27.2	7.8	-62.3
(超出 NASDAQ) (%)	-20.9	0.1	-51.2	-35.1	-26.8	-67.8	-61.1	-54.6	-78.5
SPAC 数量(家)	47	24	23	47	24	23	38	19	19

如表 6 所示,24 家拥有高质量发起人的 SPAC 的 3 个月收益率很高,平均收益率为 31.5%,较 IPO 指数相比,平均超额收益率为 25.1%。相比之下,非高质量 SPAC 的平均收益率为负 38.7%,平均超额收益率为负 53%。然而,到合并后 6 个月,高质量的 SPAC 的平均收益率基本上与 IPO 指数相当,中位数收益率则差得多。只有 7 家隶属于高质量发起人的 SPAC 有至少 1 年的合并后价格表现可供观察。正如表 6 最右边的部分所示,这 7 家拥有高质量发起人的 SPAC 的平均收益率为负 6%,较 IPO 指数相比,平均超额收益率为负 11.8%,中位数收益率更糟糕。正如 3 个月的情况一样,非高质量的 SPAC 在 6 个月和 12 个月后的情况比高质量的 SPAC 糟糕。

这些低收益率与我们样本之前的 SPAC 的业绩是一致的。图 7 比较了 SPAC 在合并后 1 年的平均年收益率(超过 2000 年罗素),显示过去 10 年中每一年的表现均很糟糕。

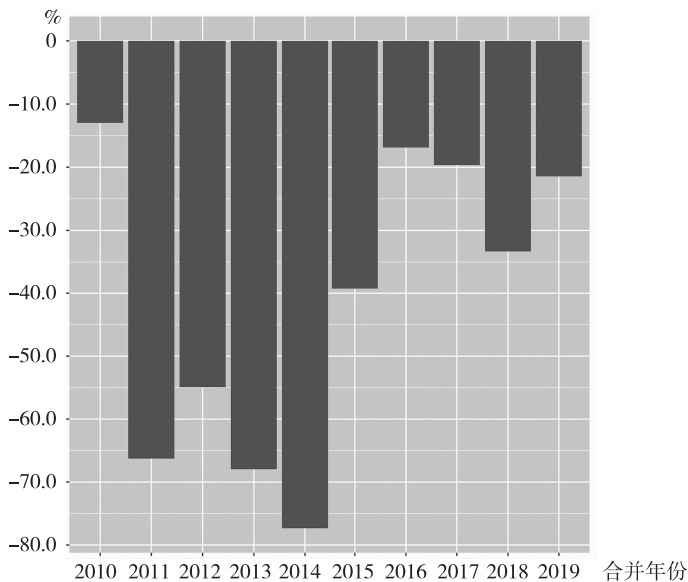


图7 早期 SPAC 合并后一年的平均年收益率
(超过罗素 2000 指数)

接下来,我们研究 SPAC 股东的损失是否与并购前的每股现金流相关。如果相关,就能证明一种推论,即未赎回的 SPAC 股东承担了我们在第二部分中所述的成本。在图 8 中,我们将 SPAC 并购后 1 周、6 个月的经市场调整的股价分别与 SPAC 并购前的每股现金流作了对比。^[46] 由于考虑到市场可能需要时间来评估无形资产的价值,如企业成为上市公司的内在价值和发起人的参与价值,我们不仅分析了并购后 1 周的相关关系,还分析了并购后 6 个月的相关关系。

[46] 例如,将罗素 2000 指数作为基准指数,如果该指数在 SPAC 合并后的 6 个月内增长了 10%,我们会把合并后股价除以 1.1,将 11 美元的股价下调至 10 美元。无论使用哪种基准,结果都是相似的。

我们发现,SPAC 并购前的每股现金流与并购后的股东损失高度相关。^[47] 在合并时每股现金很少的 SPAC,在合并后的表现比并购时每股现金多的 SPAC 差很多。这意味着 SPAC 表现不佳的根本原因源自其固有成本。此外,回归线的斜率接近于 1。^[48] 平均来说,并购前每股多 1 美元的现金流,并购后的每股价格大约可以多 1 美元。如果 SPAC 在合并前拥有每股 5 美元的现金,而在合并后股价下降了 50% 至 5 美元,那么可以合理推断,目标公司在并购前价值 5 美元,并在谈判中达成协议,放弃了与 SPAC 出资现金价值相当的一部分业务。另一种情况是,目标公司作为一个独立的公司,其价值可能低于 5 美元,但合并创造了盈余,使合并后的公司价值上升到每股 5 美元。无论哪种情况都表明,

[47] 并购后 1 周,每股现金流的系数 $P=0.0016$,而并购后 6 个月, $P=0.0003$ 。并购后 1 周的 R^2 值为 0.21,并购后六个月的 R^2 值为 0.26。对于并购后 1 周的回归分析,我们没有将 Niko Corp. (一家氢动力卡车公司) 计算在内。并购后 3 个月左右,尼古拉公司因与并购有关的欺诈行为而受到美国证券交易委员会和司法部的调查。参见 <https://www.autoweek.com/news/industry-news/a34041393/justice-dept-sec-probe-fraud-at-nikola/>。尼古拉公司的股价在其并购后猛然激增到 80 美元。如果我们把尼古拉公司纳入并购后 1 周的回归分析中,系数变化不大,但 R^2 值大幅下降,降至 0.07。直到并购后的 6 个月,美国证券交易委员会和司法部的调查已经为市场所熟知,我们便将尼古拉公司纳入之后的回归分析中。

[48] 在使用并购后 1 周的 SPAC 股价的回归模型中,斜率为 0.87,而在使用并购后 6 个月的 SPAC 股价的回归模型中,斜率为 1.15。由于这两个回归估计的标准误差的大小,这两个斜率在统计学上是无法区分的。截至并购后 1 周,截距可在统计学上区别于零,这表明市场预期这类并购除了能带来 SPAC 贡献的现金以外,还能创造一些其余价值。但在并购后 6 个月,截距大幅下降,不再与零有统计学上的差异,这表明市场最初的预期可能已经消散。

一般来说,未赎回的 SPAC 股东承担了 SPAC 中的全部成本。^[49]

图 8 对于研究高质量 SPAC 和其他 SPAC 之间的区别也有启发作用。首先,高质量的发起人被划分到图的右边,这表明他们在合并之前比其他 SPAC 的拥有更多的每股现金。^[50] 其次,从比例上看,高质量发起人越多,就越能产生正收益,这表明他们比其他 SPAC 发起人更有能力提供足够的盈余,以填补其 SPAC 固有成本所造成的缺口。^[51] 另外,大多数高质量的 SPAC 都有负收益。

这些结果表明,一般来说,未赎回的 SPAC 股东承担了 SPAC 的固有成本。在合并前拥有每股 6.4 美元现金的 SPAC 未赎回股东——成本为 3.6 美元——将看到他们的股票价格从赎回价值的 10 美元跌至

[49] 并购前的现金流和并购后的股票价格之间可能有直接相关关系。也就是说,如果 SPAC 每股股票有 5 美元的现金流,它可以用自己的股票换取价值 5 美元的目标公司股票,且市场对合并后的公司股票的估值为每股 5 美元。但事情不可能这么简单,因为在知晓赎回之前,没有人知道 SPAC 的每股现金流是多少。目标公司必须预测赎回,并根据该预测计算出每股现金流。预测和实际的赎回将反映出股东对交易的看法,这种看法将影响市场对合并后公司的估值。Tim Jenkinson 和 Miguel Sousa 分析了早期具有不同赎回特征的 SPAC,并发现可以根据市场对并购公告的反应来预测并购后的收益。[Tim Jenkinson & Miguel Sousa, *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*, 21 J. Applied Fin. 38 (2011).] 因此,并购前的现金流和并购后的股票价值之间的深层动态关系可能很复杂——以至于用 47 个观测结果也无法理清其计量关系。然而,无论如何变动,并购前的现金流和并购后的股价之间的关联性意味着 SPAC 的股东承担了 SPAC 的固有成本。

[50] 平均而言,高质量的 SPAC 在其单位内拥有 0.5 个认股权证,没有权利,而非高质量 SPAC 平均在其单位内拥有 0.75 个认股权证,一些拥有权利。高质量和非高质量发起人取消了类似数量的股份和认股权证。在摊薄股东权益方面,高质量 SPAC 和非高质量 SPAC 最重要的区别是,高质量 SPAC 的赎回较少(平均为 43%,而非高质量 SPAC 的赎回平均为 74%),并且筹集了更多的 PIPE 资金(平均相当于 IPO 收益的 50%,而非高质量 SPAC 的 PIPE 资金相当于 IPO 收益的 10%)。

[51] 我们也只对高质量发起人和非高质量发起人进行了这种分析,且分别只有 24 个和 23 个观测结果,这些都是非常小的样本量。尽管如此,在只对高质量发起人和其合并后一周的股价回归分析中,SPAC 的每股现金流仍然是高质量 SPAC 并购后股价的一个重要预测因素($P=0.0432$)。对于并购后 6 个月的价格,这种关系更加分散,尽管系数仍然是 0.98,仍然表明每多一美元的每股现金流会在合并后转化为每多一美元的股票价值,但 P 值会下降到 0.26,甚至对于高质量 SPAC 来说也是如此。在只对非高质量发起人的回归分析中,这种关系更加明显,调整后的 R 的平方为 0.26, P 值为 0.008。这里的系数是 1.3,与其他回归分析中的系数相当,在统计学上与 1 没有区别。

6.4美元。当然,目标公司也会看到合并后的公司股票价格从10美元跌至6.4美元,但可以合理推断,他们从一开始就知道自己的公司股票每股价值6.4美元,并在此基础上与SPAC进行了股份交换谈判。人们可能会产生疑问,在此交换中SPAC的价值远低于其赎回价格,为什么SPAC会同意这样的交换。答案可能与发起人的激励措施有关,下面将进行讨论。

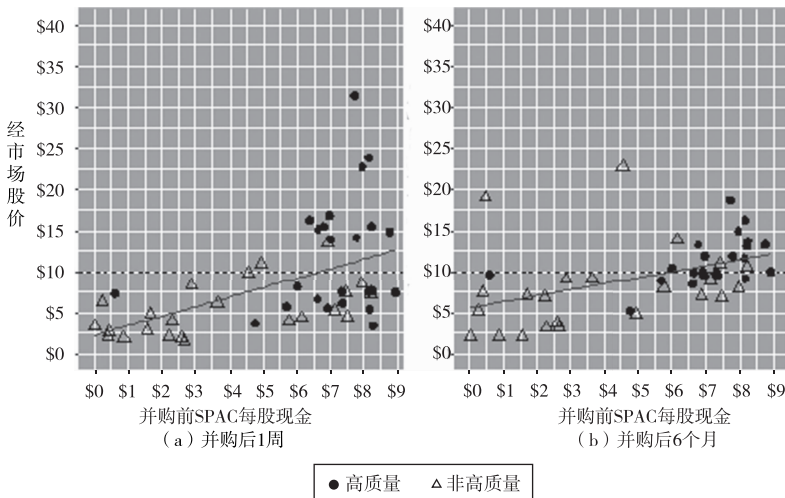


图8 并购前每股现金流和并购后股价

(二) 发起人的收益

以上分析表明,SPAC的股东一再进行亏损的交易。这是为什么呢?目标公司的经理和股东大概比任何人都更了解他们公司的价值。在合并中,目标公司的股东想得到的收益至少要与他们所付出的同样多。这就意味着,我们要关注SPAC中的现金。这同样也可能意味着,要重视发起人在合并后的参与前景,因此股东同意以低于其价值的现金交易目标公司股票。在SPAC一方,发起人会讨价还价。发起人希望为自己和股东达成利益最大化的交易,但正如第二部分所述,发起人能从不利交易中获取大量利益,若没有交易则会亏损严重。因此,发起人完全有理由——无论有意或无意——向股东推销对其不利的交易。因此,如果目标公司只接受基于其从SPAC获得的现金而进行的交易,发起人都很可

能会乐于交易。

我们现在已经了解到,事实上,发起人已经向股东推荐了失败的交易。那么,发起人在他们推荐的交易中表现如何?首先,我们计算出发起人在 SPAC 上市时和合并时的投资总额,并称其为“发起人总投资”。接下来,我们要确定发起人在合并时持有的股票和认股权证的数量。合并完成后,我们要确定发起人的股票和认股权证的价值,并称其为“发起人资产价值”。计算公式如下:

$$\text{发起人收益}_i := \frac{\text{发起人资产价值}_i}{\text{发起人总投资}} - 1$$

在合并后的第一年内,发起人证券通常受到股份锁定协议的限制。因此,我们假定发起人将在这一时期保留他们的持股。图 9 总结了合并后 6 个月 SPAC 发起人的收益。其中,最成功的发起人的收益率超过 3000%,且只有少数发起人损失了资金。^[52] 发起人的平均收益率超过

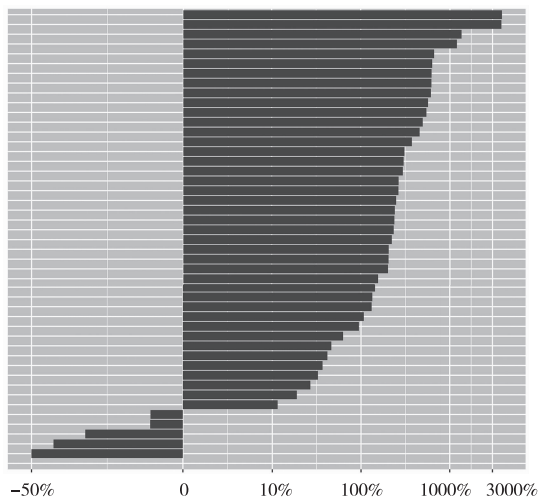


图 9 并购后 6 个月 SPAC 发起人的收益

注:平均收益率:229%,中位收益率:433%,SPAC 样本量:47。

[52] 发起人亏损资金是因为他们在并购时进行了大量的额外投资——此做法也许是为了满足并购协议中规定的最低现金要求,也有可能是为了补偿损失而产生了更多的投资损失。

400%。^[53]因此,即使 SPAC 的投资者表现差劲,发起人也往往能做得很好。虽然这并不能表明,发起人故意将 SPAC 股东引入对其不利的交易,但他们的事后经验与事前激励是一致的。

总之,在 2019 - 20 合并样本组中,未赎回的 SPAC 股东普遍承受了巨额合并后损失。这些损失与合并前 SPAC 的现金高度相关,这表明未赎回的 SPAC 股东一直在承担 SPAC 结构中的固有成本。相比之下,发起人的收益却尤其之高。

四、SPAC 是公司上市的更好路径吗?

在本部分,我们比较了通过 SPAC 上市与传统 IPO 上市的成本和收益。对于那些可以选择通过 SPAC 或 IPO 上市的公司,我们首先研究了 SPAC 是否比 IPO 价格更昂贵,若是,则该等额外的成本与收益是否相匹配。一些通过 SPAC 上市的公司可能无法通过传统 IPO 上市。基于此,我们考虑 SPAC 成本是否与在公开市场融资的总收益相称。我们发现在 SPAC 模式中投入的成本远远高于 IPO 的成本。然而,在第三部分中我们发现未赎回的 SPAC 股东通常承担 SPAC 的固有成本,因此,可选择 IPO 上市的公司看到 SPAC 上市的吸引力也就不足为奇了。然而,一旦大量的 SPAC 股东开始拒绝亏损交易,SPAC 的吸引力可能会减弱。接着,我们研究了历史上吸引公司走向 SPAC 的价格发现机制。我们发现,除了监管漏洞带来的优势外,这些特征也可能在 IPO 和直接上市中体现。然后,我们研究了 SPAC 在速度和交易确定性方面比 IPO 更有优势的说法,发现尽管这些说法在特定的交易背景下可能是有效的,但整体来说被夸大了。最后,我们讨论了 SPAC 过程的社会成本,而不是由发起人、IPO 投资者和承销商而产生的私人成本。我们得出的结论是,有理由相信 SPAC 社会成本很高。

(一) SPAC 与 IPO 成本比较

在传统的 IPO 模式中,承销商通常向股票发行人收取相当于 IPO 融

[53] 对于至少有并购后 12 个月业绩的 SPAC 来说,平均收益率和中位数收益率甚至更高,分别为 541% 和 253%。

资额 5% 至 7% 的费用。一些评论员和市场主体也认为,投资银行对传统 IPO 的压价是额外成本。他们认为承销商故意压低股票价格是为了将股票发行人的股票价值转移给予投资银行有其他业务往来的机构投资者。这种压价的说法源于发行人的股票在 IPO 当天通常以高于挂牌价的价格收盘,引发所谓的“IPO 暴涨”(IPO pop)。^[54] 许多学者^[55] 和风险资本家^[56] 质疑, IPO 暴涨是否确能反映全部 IPO 发行的价格。然而,为了比较 SPAC 成本和 IPO 成本,我们将暴涨后的股价视为一家公司本可以在 IPO 中出售其所有股份的价格,并将暴涨视为 IPO 的成本。IPO 暴涨率通常是指公司在 IPO 后首个交易日股价上涨比例。因此,若公司在 IPO 中以 10 美元的价格出售其股票,且在首个交易日的收盘价为 12 美元,则被描述为 20% 的暴涨,大致符合历史上首日平均价格涨幅。^[57]

为了比较 SPAC 成本和 IPO 成本,正如测算 IPO 承销费和暴涨率一样,我们将 SPAC 成本重述为交付给目标公司的现金百分比,而不像第二部分,以合并前股本百分比为标准。例如,一家 SPAC 向公众出售 80 股股票,但同时免费向发起人提供 20 股股票,从而筹集了 800 美元。在第二部分中,我们将由此产生的稀释表示为合并前股本的 20%。如果将发起人的股票认定为每股 10 美元,则发起人将获得价值 200 美元的

[54] See Tim Loughran & Jay R. Ritter, *Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?*, 15 Rev. Fin. Stud. 413 (2002).

[55] 例如,学术界已经注意到,在 IPO 中买入并长期持有的投资者的回报,充其量只能是大致跟踪市场。See Jay R. Ritter & Ivo Welch, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, 57 J. FIN. 1795 (2002). 因此, IPO 投资者可能并没有享有不公平的交易,暴涨可能只是反映了承销商的短期价格稳定活动,或者是少数过于乐观的投资者,他们的出价远远超过了发行人可以出售其全部流通股的价格。更多的观点认为,首日的 IPO 回报代表了更复杂的东西,而不仅仅是发行人的财富转移。See Laurie Krigman, Wayne H. Shaw & Kent L. Womack, *The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping*, 54 J. Fin. 1015 (1999); Kevin Rock, *Why New Issues are Underpriced* 15 J. Fin Econ. 187 (1986).

[56] See Alex Rampell & Scott Kapor, *In Defense of the IPO, and How to Improve It*, ANDREESSEN HOROWITZ BLOG (Aug. 28, 2020), <https://a16z.com/2020/08/28/in-defense-of-the-ipo/>.

[57] Jay R. Ritter 的更新后数据,参见 Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings; Underpricing* (2020), 载 https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs2019_Underpricing.pdf.

股票,相当于 SPAC 向目标公司交付的 800 美元中的 25%。换句话说,如果 SPAC 以全价出售向发起人出售股票,则可以多筹集 25% 的资金。这与 IPO 暴涨的假设相同,即 IPO 中发行的所有股票都可能以“暴涨”的价格出售。这些假设可能都存在争议,我们的观点不是说两者都是对的。相反,我们是基于公平、合理的标准上对 SPAC 成本与预期 IPO 成本进行比较^[58]。

在表 7 中,我们重新制定了 SPAC 成本的计算方法,将其作为交付给目标公司的现金的百分比。一些 SPAC 公司在 IPO 中募集了 1 亿~2 亿美元的资金,然后赎回了在 IPO 中发行的 95% 或更多的股份,但没有用 PIPE 融资填补损失的资金,没有相应减少发起人的促销费、承销费和未偿付认股权证。因此,他们交付了 1000 万美元或更少的现金,但成本相当于交付现金的 1000% 或更多。^[59] 因此,将 SPAC 成本平均值计算为交付现金的百分比会产生一个非常高且难以解释的结果。因此,我们关注成本的中位数,分别是第 25 和第 75 百分位数。我们将这些 SPAC 成本与 Jay Ritter 及其共同作者计算的 IPO 成本进行比较,这与我们 2019-20 合并样本组同期:2019 年 1 月至 2020 年 6 月。^[60] SPAC 成本中位数占现金交付的 50%,几乎是 IPO 成本中位数 28% 的 2 倍。在第 25 和第 75 百分位中,成本差异更为极端,每个百分位的 SPAC 成本是 IPO 成本的 4 倍甚至更多。

[58] 简单起见,我们没有将合并前股价超过 10 美元的暴涨部分计入 SPAC 成本。在我们采样期间,这种暴涨并不常见,即使有,他们所占的比例也很小。但是,自 2020 年年末以来,在宣布合并的时候 SPAC 的价格通常会突然上涨,通常会高于 10 美元。如果这些价格暴涨只是一个泡沫,许多评论员认为这会影响 SPAC 市场,并且 SPAC 股东的损失将更大。如果这些暴涨的价格能够证明股票长期价值,那么,可以说反映了 SPAC 目标公司留存在账户上的资金。然而,后一种解释认为,目标公司可能会比并购谈判时讨价还价更激烈。但这似乎不太可能,因为我们发现 2019-20 合并样本组中的目标公司,通常在谈判中不断压价,使 SPAC 股东蒙受损失。特别是自 2019 年秋季以来,随着大量 SPAC 公司搜寻竞购标的,目标公司应该比我们研究期间拥有更强的谈判权。

[59] 例如,在 Union Acquisition Corp. 中,促销激励达到 290 万股,发行在外的公开交易认股权证和期权为 1150 万份,承销费为 730 万美元。SPAC 在合并时交付了 1230 万美元的现金。

[60] SPAC 来自 Ritter 等人,即将发表,JFE。

SPAC 成本的中位数为 50%,其中大约 30% 为对发起人的促销激励,7% 为 IPO 承销费用,13% 为 SPAC 认股权证的成本。因此,举例来说,如果 SPAC 取消认股权证,并将发起人的促销降至交付现金的 20%,那么 SPAC 的总成本将降至交付现金的 20%,基本上与 IPO 的平均成本相匹配。

表 7 SPAC 与 IPO 成本比较

类别	项目	中位数	第 25 百分位数	第 75 百分位数
以现金交付的成本(%)	SPAC	50	29	26.1
	IPO	28	7	52
合并后股份成本(%)	SPAC	14	10	20
	IPO	5	1	9

在表 7 中,我们从上市公司市值的角度,比较了 SPAC 和 IPO 成本。对于 SPAC,我们复制了表 7 中的数据。对于 IPO,我们再次使用 Ritter 等人的数据。按中位数计算,SPAC 成本占合并后股本的 14%,几乎是 IPO 成本中位数 5% 的 3 倍。^[61] 第 25 和第 75 百分位数的 SPAC 成本也远高于 IPO 成本的。

总之,SPAC 的成本高于 IPO 的相关成本。然而,我们在第三章中发现,与 SPAC 合并的公司在谈判合并条款时将这些成本留给未赎回 SPAC 股东。在某个时刻,这种情况将发生变化,目标公司至少得承担一部分成本。在本节的剩余部分中,我们将评估 SPAC 所谓的优势。

(二) SPAC 的价格发现优势

直到最近几年,SPAC 还主要被视为一种让无法通过传统 IPO 上市的公司上市的方式。这些公司的不确定性或信息不对称无法通过传统 IPO 流程得到充分解决。它们可能是拥有特殊业务,在公开市场上几乎

[61] 如表 7 所示,与 SPAC 合并的公司向目标公司股东发行了大约 35% 的合并后股份。相比之下,通过 IPO 上市的公司往往将其 IPO 后股份的 20% ~ 25% 转让给新的投资者。参见 Ritter,前注[60](2020)。因此,由于企业在通过 SPAC 上市时平均出售更多的股份,并在每股支付更高的成本,因此考虑占合并后股权的比例时,SPAC 成本甚至高于 IPO 成本。

没有可比性的公司,可能是面临法律不确定性或复杂税收状况的公司,以及基于任何其他原因,需要投资者进行比 IPO 流程允许的更多调查的公司。^[62] 据信,SPAC 提供的价格发现机制比 IPO 流程更能解决严重的信息不对称问题。^[63] 这种差异部分源于 SPAC 合并受适用于公司合并的相关法规约束,而非适用于公开募股的监管规定,部分源于在公司合并交易中常见,而在 IPO 交易中并不常见的交易结构。

适用于合并的监管规则和那些适用于 IPO 的规则之间的关键区别之一,是关于合并的预测和其他前瞻性陈述受“安全港”保护,使其免于承担证券法项下民事责任。^[64] 只要附有警示性语言,即使预测或其他前瞻性陈述被证明是虚假的,发行人也无须承担责任,但在发表声明时知道该声明是虚假的除外。“安全港”规则旨在鼓励上市公司向市场提供信息,即使这些信息由于预测和其他前瞻性陈述具有不确定性。

[62] 例如,PitchBook 的一篇文章提到,SPAC 的合并目标通常“理论上是与一家创新公司合并,否则该公司将无法在公开市场上市。”“2020 年 SPAC 的狂热:空头支票工具提供了许多好处,但不是 IPO 进程的万能药。”PitchBook, Cameron Stanfill & Joshua Chao,2020 年 9 月 1 日。同样,LTSE 的 Martin Alvarez 指出,“对于大多数使用 SPAC 的公司来说,它们可能是这些公司上市唯一可行的选择”。“IPO 替代方案的快餐”。Martin Alvarez,2020 年 8 月 12 日,载 <https://blog.ltse.com/the-fast-food-of-ipo-alternatives-574a8f6d205e>。Weil 公司的一份客户备忘录同样指出,SPAC “可以让那些不明显的 IPO 候选公司上市”。“退出战略:IPO 与 SPAC”。Weil Global Private Equity Watch,2018 年 3 月 19 日,Douglas P. Warner, Alexander D. Lynch, Barbra J. Broudy,载 <https://privateequity.weil.com/features/exit-strategies-ipos-versus-spacs/>。CNN 的一篇文章最近指出,“曾经有一段时间,投资者以嘲笑的眼光看待 SPAC 交易。人们认为,如果你需要通过与已经存在的壳公司进行反向合并来上市,那么你可能还不够健康,无法进行更传统的 IPO”。为什么 2020 年是 SPAC 之年 (SPAC 是什么东西?),CNN,Paul R. La Monica,2020 年 8 月 6 日。

[63] 据某评论家的说法,“在 SPAC 合并中,公司可以……附加盈利能力支付计划安排,减少内部人员的锁定,此外,使私人公司有更大的灵活性,可以围绕其愿望和需求,定制向公共市场的过渡。这种可定制性很好地迎合了那些有复杂故事或更难向传统公共市场投资者推销的公司”。Paul R. La Monica,为什么 2020 年是 SPAC 之年 (SPAC 是什么东西?),CNN(2020 年 8 月 6 日)。

[64] See 15 U. S. C. § 78u - 5. 此“安全港”规则不适用于 SEC 或司法部提起的诉讼。司法上创立的“预先警示学说”原则适用于民事诉讼和 SEC 或司法部提起的诉讼,为与 IPO 相关的预测提供了一些保护。在这一司法原则下,法院将为发行人提供何种程度的保护还存在不确定性,导致大多数从事传统 IPO 的律师和承销商避免使用预测。

然而,安全港规则并不适用与 IPO 有关的声明。因此,IPO 募集说明书和路演中的陈述很少包括财务预测或其他前瞻性陈述。^[65] 相比之下,SPAC 及其目标公司在向潜在投资者的陈述和委托书中通常会包含预测和其他前瞻性陈述,^[66]有评论员指出,向市场提供预测信息的自由是 SPAC 作为上市手段的一个重要吸引力。* 对于面临与潜在投资者沟通信息不对称挑战的公司,提供和解释预测的自由可能很重要。

最近针对 SPAC 的研究发现,SPAC 的目标公司更有可能是“无收入”或低收入的公司。^[67] 这些公司除了向投资者传达其价值的预测之外,别无其他。另外,激进的预测可能是 SPAC 股东同意合并的原因之一,而正是该等合并使他们蒙受了损失。

SEC 公司金融部代理主任最近对 SPAC 的预测表示担忧,并对安全港原则是否适用 SPAC 合并提出质疑。^[68] 代理主任指出,正如我们所

[65] Andrew Bary, *Facebook IPO Forecasts Should be for Everyone*, BARRON'S (May 12, 2012), <https://www.barrons.com/articles/SB50001424053111903964304577420642880068230> (“投资 IPO 的挑战之一是,募股说明书中几乎没有前瞻性信息,如果有的话,在文中至少占数百页”); David Martin & Frederick Knecht, *The IPO Climate: In the Wake of Facebook, Are IPOs Really Broken?*, WALL ST. LAW., 2012 年 8 月, 第 5 页 (“SEC 不鼓励在 IPO 中使用财务预测,因为在情境下,此类预测信息可能存在潜在的不恰当性”)。SPAC 合并不受有关 IPO 详细信息沟通规则的约束。See Anna Pinedo, *What's the Deal? Special Purpose Acquisition Companies (“SPAC”)*, Mayer Brown, <https://www.freewritings.law/wp-content/uploads/sites/24/2020/08/Whats-the-Deal-SPAC.pdf>. 因此,评论员报告称当 SPAC 合并时市场的沟通会更加自由。尽管如此,这些交流仍受 FD 美国证监会条例的约束,这也使得透露给市场参与者的信息有了一致性。目前尚不清楚,与 IPO 程序相比,再稍微宽松的沟通机制下 SPAC 是否能更好地传递和弥合信息不对称。因此,我们不讨论监管制度的这种差异是否使 SPAC 比 IPO 更具优势。

[66] 参见 Act II Global Acquisition Corp., 委托投票说明书(附件 14A), 第 114 页(2020 年 5 月 13 日)(向董事会披露“初始预测的关键要素”); Churchill Capital Corp., 委托投票说明书/招股说明书[表格 424(b)(3)], 第 88 页(2019 年 4 月 26 日)(总结了 Churchill 董事会预测信息的关键要素)。

* 原文此处脚注缺失。——译者注

[67] Bai, Jessica, Angela Ma, and Miles Zheng, *Reaching for Yield in the Going - Public Market: Evidence from SPAC*, 可在 SSRN (2020) 查阅,也可参见 <https://news.crunchbase.com/news/spac-to-the-future/>。

[68] 企业金融部代理主任 John Coates 的观点, *SPAC, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws*, 2021 年 4 月 8 日。

了解的,对于目标公司而言,SPAC 合并的功能上等同于 IPO。在此基础上,代理主任对人们普遍认为的安全港规则适用 SPAC 合并的观点提出了质疑。无论现有的“安全港”规则是否适用于 SPAC 合并,它都明确授权 SEC 制定法规,将 SPAC 排除在适用范围之外。^[69] 代理主任表示,SEC “可以利用立法程序重新考虑和调整所适用的定义,或者工作人员可以提供指导,说明 SEC 对‘安全港’规则应如何或是否适用于 SPAC 的看法”。^[70]

在 SPAC 合并时普遍运用的 PIPE 融资是第二项价格发现机制。在 2019 - 20 合并样本组中,64% 的 SPAC 公司在合并时有来自第三方的 PIPE 融资。PIPE 投资者“先人一步”,能获得保密信息并据此作出投资决策。^[71] 因此,他们能够参与广泛、详细的尽职调查。此外,他们还可以提前就潜在投资的规模进行谈判。通过对潜在投资额的了解,PIPE 投资者可以对尽职调查投入相应的资源。一些通过 IPO 上市的公司也为投资者提供了同样的机会,能让他们“爬墙”获取非公开信息并获得一定的股份分配,但这种做法远不如 SPAC 常见。^[72]

对于那些无法公开重要信息或者通过与投资者更广泛的互动来传达信息的公司,定向增发过程可能是比 IPO 路演更好的价格发现手段。当对 SPAC 进行 PIPE 投资时,同步将向市场披露。若 PIPE 投资是以赎回价格进行的,它为公众投资者对合并进行了验证。

SPAC 应对不对称信息的第三项措施是为目标股东提供盈利能力支付计划安排。在我们 2019 - 20 合并样本组中,约 53% 的 SPAC 合并为目标公司的股东提供了盈利能力支付计划安排。这些盈利能力支付

[69] 国会将“空白支票公司”排除在安全港规则之外,并授权 SEC 对该术语进行定义。参见 15 U. S. C. § 78u - 5 (b) (1) (B). Rule 419 (a) (2), 17 C. F. R. § 230.419, 将空白支票公司定义为发行低价股的公司,不包括 SPAC。See Schneider, Carl W. & Jay A. Dubow, *Forward - Looking Information - Navigating in the Safe Harbor*, Bus. Law. 51 (1995):1071.

[70] Id. p. 4.

[71] 根据 SEC 的规定,收到公司重大非公开信息的投资者必须对信息保密,在信息公开披露前不得公开交易公司证券。

[72] Id (在承销公开发行的背景下,作为管理市场波动的一种受欢迎的策略,“越界”越来越普遍)。

计划安排通常规定,如果公司合并后股价在3~5年内达到规定的阈值(通常为12美元、14美元和16美元),将向股东发行额外的股票。盈利能力支付计划安排通过推迟合并定价,直至合并后的公司表现充分且市场有机会对其进行评估之时,解决信息不对称的问题。IPO也可设计类似的盈利能力支付计划安排,但实践中并不常见。

这些与SPAC相关的价格发现机制可能对没有IPO选项的公司具有吸引力。如果一家公司能够通过合并条款谈判让SPAC股东承担SPAC的合并成本,那么该等价格发现机制对可选择IPO的公司也会具有吸引力。然而,一旦SPAC的股东不再接受这些成本,目标公司愿意为这些价格发现机制支付多少费用目前尚不清楚。更重要的是,正如我们在下文所讨论的,没有传统IPO选择权的公司似乎可以通过我们称为“受赞助的IPO”或“赞助直接上市”的方式上市。

(三) 价格确定性、交易确定性和效率

SPAC的支持者认为SPAC提供了比IPO更好的价格和交易确定性。^[73]与SPAC提供的价格发现机制一样,这些特质对于一家信息严重不对称的公司来说会非常有吸引力。IPO的发行价在发行人股票开始交易前一天才确定,而SPAC合并协议似乎在公司合并结束前就确定了价格或换股比例。然而,这种确定性并没有看上去的那么明显。首先,SPAC交易可能或确实会失败。虽然TGI Fridays和Chuck E. Cheese Pizza的股东签署了SPAC公司合并协议,但当SPAC投资者集体选择赎回而不是合并后继续持有股份时,他们只能眼睁睁看着计划落空。^[74]其次,SPAC合并协议通常会根据SPAC与公众投资者和潜在PIPE投资

[73] See Baker Botts, *A Surge of SPAC in a Turbulent Economic Climate* (July 27, 2020), <https://www.bakerbotts.com/thought-leadership/publications/2020/july/a-surge-of-spacs-in-a-turbulent-economic-climate> (“[a]SPAC交易为目标公司提供了确定性,这是传统IPO无法做到的”); Nicholas Jasinski, *Why Nikola Decided to Merge with a SPAC, and Why More Such Deals Are Coming*, *Barron's* (Aug. 2, 2020), <https://www.barrons.com/articles/why-nikola-decided-to-merge-with-a-spac-and-why-more-such-deals-are-coming-51596369610>.

[74] TGI Friday, See <https://pitchbook.com/newsletter/spac-scraps-380m-tgi-fridays-deal>. Chuck E. Cheese, and see <https://www.restaurantbusinessonline.com/financing/chuck-e-cheeses-parent-no-longer-going-public>.

者的谈判修改,确保合并时 SPAC 中有足够的现金。^[75] 价格只有在合并协议和 PIPE 协议最终达成后才能确定,而这可能仅在合并前几周实现。

例如, Nesco 公司在 2019 年 7 月 30 日与 Capitol Acquisition Corporation IV 合并,后者是由某资深 SPAC 发起人运营的第四家 SPAC 公司。合并协议初始版本于 2019 年 4 月 8 日在 8-K 报告中披露,但该协议在 2019 年 7 月 11 日进行了修订,^[76] 此时距离合并交割不到 3 周。修订后的协议主要变化包括,取消了目标公司所有者将获得的 7500 万美元现金对价,替换为即将新增发行的 750 万股 SPAC 股份^[77]——合并后股价迅速从 10 美元跌至 3 美元。^[78] 同样,修订后的协议提出了一项要求,即目标公司的所有者在合并时应进行 2500 万美元的现金投资(通过购买 250 万股增发的新股)。^[79] 因此,截至 4 月 8 日这项交易看似已经板上钉钉,但在交割前几周制定出的最终条款,对目标公司的所有者来说不是非常有利。

尽管在最终合并协议签署后,目标公司收到的现金总额取决于 SPAC 赎回的股份数额。更重要的是,目标公司收到的每股现金数额是不确定的。若目标公司同意一对一的股份交换且预计每股 SPAC 股份获得的现金为 8 美元,则当 75% 的 SPAC 公众持股被赎回时,目标公司将只收到每股 5 美元的现金。^[80] 目标公司可以尝试预测将被赎回的股

[75] See Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *The Resurgence of SPAC: Observations and Considerations* (2020), <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.27066.20.pdf> (一般修订)。

[76] 参见 Capitol Acquisition Corporation IV, 424B3 表 (2019 年 7 月 11 日); Capitol Inv. Corp. IV, 委托投票说明书/招股说明书 [424B3 表 (2019 年 7 月 11 日)]。

[77] 参见 Capitol Inv. Corp. IV, 委托投票说明书/招股说明书 [424B3 表 (2019 年 7 月 11 日)], 第 1 页。

[78] See *NSCO Historical Data*, NASDAQ, <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nsco/historical>。

[79] 参见 Capitol Inv. Corp. IV, 委托书/招股说明书 [Form 424(b)(3)], at 2 (2019 年 7 月 11 日)。

[80] 假设在目标公司签署合并协议时, SPAC 有 100 股已发行股票数量, 其中 20 股为发起人利润份额, 80 股为公众持股, 每股 10 美元。SPAC 每股将有 8 美元现金。如果 80 股公众持股中有 60 股赎回, SPAC 将有 40 股流通股, 其中 20 股为公众持股, 那么 SPAC 剩余 200 美元。这样总共是每股 5 美元。

票数量,但大约在合并交割前一天之前,目标公司也无法确定赎回数量。因此,就像 IPO 一样,直到最后一刻仍存在不确定性。

一些 SPAC 合并协议通过规定 SPAC 中最低现金额作为交割条件,缓解了赎回的不确定性。然而,如果目标公司明确表示他们的选择是放弃上市,那么他们可能会放弃这一条件。此外,少数合并协议规定,如果 SPAC 在合并时现金额少于规定金额,那么发起人将取消其特定数量的股份,并且在少数 SPAC 中,承销商同意调整其费用以应对赎回。然而,这些只是部分措施。除非发起人取消其股份,承销商按赎回比例降低其费用,否则这些成本使目标公司将获得的每股现金数额存在不确定性。^[81] 即使进行了这些调整,但由于未执行的认股权证数量固定,仍存在不确定性。因此,有关 SPAC 合并中价格确定性的说法被夸大了。

关于交易确定性,有两种情况可能与目标公司相关。首先,如果目标公司谈判要求设定 SPAC 的最低现金额作为交割条件,并且不能放弃该条件,则会存在赎回使 SPAC 现金大量减少而低于规定阈值的风险,而 PIPE 投资将弥补这一缺口。从 2019 年 1 月到 2020 年 6 月,有 6 家 SPAC 公司未能成功合并,进行了清算,相比成功合并的 47 家公司,失败率为 11%。^[82] 在 47 家合并的 SPAC 中,有 8 家公司花费 1000 万美元或更少的现金进行合并。这些 SPAC 公司的赎回率非常高,几乎没有不用 PIPE 投资填补现金的。根据目标公司的需求,这些潜在的可能结果会破坏交易的确定性。

因此,总的来说,SPAC 公司合并并没有像表面上那样提供足够多的价格确定性、交易确定性或现金总额确定性。另外,如果发起人能获得足够多的资金预付承诺,无论是来自 PIPE 投资者或发起人自身,则可以保证更多的确定性。但是,总体上看,SPAC 是否比 IPO 更具有确定性,尚不能定论。

有经济评论员发表观点支持 SPAC,指出通过 SPAC 上市的速度比

[81] 调整认股权证数量更难,因为修改认股权证需要不同投资者群体达成一致。

[82] 这在很大程度上重复了最近 SPAC 的历史失败率,例如,2015~2017 年 SPAC 中包含 IPO 时,失败率约为 10.5%。

通过 IPO 上市更快。^[83] 然而,其他评论员不认为存在有意义的差异。^[84] 正如一家代表 SPAC 的律师事务所评论的,“(SPAC、IPO 和直接上市)完成交易所需的最短时间之间的差异没有意义……实际的区别在于,准备 IPO 或直接上市的公司往往比那些准备通过 SPAC 上市的公司更早开始准备所需的财务报表、内部和财务控制以及任何必要的人事变动”。^[85] 实际上,很难准确衡量是否 SPAC 比 IPO 更快,因为这两个过程都涉及上市前的准备工作。此外,如果不同类型的公司通过 SPAC 与 IPO 上市,那么速度的差异可能更多地与公司的具体情况有关,而不是单纯 SPAC 与 IPO 流程的比较。因此,有关相对上市时间的说法值得商榷。^[86]

整体而言,我们不能妄下结论认为与 IPO 相比,SPAC 从未提供这

[83] See John Luttig, *SPAC Attack: Everything a Founder or Investor Should Know*, Luttig's Learnings (July 17, 2020), <https://luttig.substack.com/p/spac-attack-everything-a-founder>.

[84] See Gerry Spedale & Eric Pacifici, *9 Factors to Evaluate When Considering a SPAC*, Law360 (Mar. 11, 2019, ET, 2:13 PM), <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2019/03/Spedale-Pacifici-9-Factors-To-Evaluate-When-Considering-A-SPAC-Law360-03-11-2019.pdf>.

[85] See E. Ramey Layne, Brenda Lenahan, S. Gregory Cope & Scott D. Rubinsky, *Alternative Routes to Going Public: Initial Public Offering, De-SPAC or Direct Listing*, Vinson & Elkins (2020), <https://www.jdsupra.com/post/fileServer.aspx?fName=e97dc3dd-0101-408c-a630-1f790ffd30c9.pdf>.

[86] 所谓的 SPAC 速度优势所给出的理由显然是不正确的。例如,一些评论员宣称 SPAC 之所以更快是因为它们对文书工作的要求较低,我们在上文中已经对该错误见解进行说明。其他人断言 SPAC 的速度之所以更快是因为公司上市只需要一方决定,即 SPAC 发起人,而不像 IPO 那样由许多投资者决定。实际上,SPAC 有自己的路演来推销拟进行的合并,它们必须与多方谈判并且说服公众持有股股东不要赎回其股份和撤回 PIPE 投资交易。参见 Cameron Stanfill & Joshua Chao, *The 2020 SPAC Frenzy: Blank-Check Vehicles Offer Many Benefits but Are Not a Cure-All for IPO Process*, PitchBook, p. 7 (Sep. 1, 2020), https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_Q3_2020_Analyst_Note_The_2020_SPAC_Frenzy.pdf。(归功于仅需与一方谈判,SPAC 比 IPO 更快);Chris Weekes, *SPAC Now Part of Conversation with Most Companies Seeking Public Listing: SPAC Roundtable Series*, Cowen & Co. (Feb. 26, 2020), <https://www.cowen.com/insights/spacs-now-part-of-conversation-with-most-companies-seeking-public-listing/> (“与 IPO 常规路径类似,SPAC 和目标公司需要推销交易”)。

些优势。在某些情况下,他们可能会提供该等优势。因此,只要 SPAC 股东承担大部分成本,一些即将上市的公司可能会再次选择 SPAC 而不是 IPO。对于没有 IPO 选择权的公司来说,SPAC 的某些潜在特征以及价格发现特点可能会让他们接受一些费用。正如我们下面所讨论的,标准 SPAC 发行具备的优势可通过更低成本的上市交易获得。

(四) SPAC 的优势能否在没有成本的情况下实现?

上述分析引出这样一个问题:当 SPAC 股不再承担损失,目标公司必须承担 SPAC 固有成本时,SPAC 是否会被继续使用?在本节中,我们考虑了两种可能性:成本更低或激励更加匹配的 SPAC;以及具有 SPAC 的潜在吸引力特征而无须支付成本的 IPO 或直接上市。

1. 更好的 SPAC

我们可以构想一个更好的 SPAC。它将是:(1)不发行认股权证;(2)发起人提供较低的补偿并根据赎回进行调整,与合并后的股票价值保持一致;(3)根据未赎回的股票向承销商支付补偿。在我们取样周期结束后,新成立了上百个 SPAC 公司,但很少对在三个方面中的任何一方面进行改进,甚至是保持原封不动。^[87]如果能吸引对合并目标公司真正感兴趣的投资者,那么由 SPAC 向其 IPO 投资者发行免费认股权证是没有必要的。正如我们已经解释的,认股权证是支付给对冲基金的补偿,而这些基金又将现金投入 SPAC 中以便使其成为上市公司。这些投资者对最终的合并没有兴趣,在合并结束前会赎回或出售他们所持的股份。特别是有了更加匹配的激励和更低的成本,我们认为有实力的发起人在承销商的帮助下能够吸引具有长期利益的 IPO 投资者。毕竟,这是他们在 SPAC 合并时必须要做的。这是抽样结束后改善最多的方面。此后上市的 SPAC 中约有 10% 没有提供认股权证。大多数是专注于生物技术的 SPAC 公司并且吸引了专门从事生物技术投资的十分重要的

[87] 也许是因为一些 SPAC 的非标准化上市的特殊之处,我们经常会看到一些声明甚至是标题说 SPAC 正在“进化”,又或是说 SPAC 种类繁多。See Bryan Cave Leighton Paisner and Houlihan Lokey, *Current Trends in SPAC Transactions* (Feb. 10, 2021), <https://www.bclplaw.com/images/content/1/9/v2/198461/BCLP-HL-Presentation-SPAC-Transactions-Feb-10-2021.pdf>. 事实上,Pershing Square Tontine Holdings 上市以后,是市场上唯一的非标准 SPAC,但此类主张立即涌现。

投资者。^[88] 虽然其他 SPAC 公司也有著名发起人,但没有那么专业。^[89]

降低给发起人的补偿金并且使他们的利益与合并后的股票价值保持一致是不难办到的。公司合并时发起人利益的平均价值为 5400 万美元,相当于发起人投资的平均回报率为 433%。很难相信这是赞助 SPAC 公司的市场价格,即使是对于高质量的发起人。^[90] 设计将发起人激励与合并后股票价值相匹配的补偿结构也不难。正如我们在第六部分所讨论的,2020 年 7 月上市的 Pershing Square Tontine Holdings SPAC 正是这样做的,^[91] 其发起人 Pershing Square Capital Management 没有任何促销激励。相反,它在 SPAC 投资了 6500 万美元以换取,据说按公允价值定价的认股权证,这些认股权证价值占投资额的 20%,且在合并后 3 年才可出售或行使。^[92] 只有当 SPAC 的股东在公司合并后获得 20% 的回报时,Pershing Square Capital Management 才能获得投资收益。此外,发起人承诺其股份在合并后锁定 3 年,从而承诺实现合并后股份的长期价值。这种补偿结构是对标准化收益的实质性改进。部分评论员提出的进一步完善措施是,将发起人的股份锁定至 SPAC 作出财务预测期间的最后一年。^[93] 这将把发起人的财富与 SPAC 的长期价值联系起来,也可能会限制 SPAC 在向股东推销时作出长远预测。另外,由于促销激励如此之大,延迟数年的回报可能仍然很高。

最后,还有承销费。就像我们所解释过的,无论承销的股票是否在以后赎回,承销商通常收取 5.5% 的费用。通常情况下,3.5% 的费用取

[88] 参见 Therapeutics Acquisition Corp., 招股说明书,2020 年 7 月 7 日, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1811764/000104746920004057/a2242039z424b4.htm>。

[89] 参见 Thoma Bravo Advantage, Prospectus, January 14, 2021, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001832459/000119312521010142/d23478d424b4.htm#rom23478_1; Khosla Ventures Acquisition Co., 招股说明书,2021 年 3 月 8 日, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001841873/000119312521069435/d32231d424b4.htm>。

[90] 在大型 SPAC 中(往往由大型基金赞助),利益到 1 亿美元以上并不罕见。

[91] 参见 *infra* TAN __ - __。

[92] 参见 Pershing Square Tontine Holdings 424 表,2020 年 7 月 21 日 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1811882/000119312520197776/d930055d424b4.htm>。

[93] 参见 Andrew Ross Sorkin, *How to Fix SPAC; Keep Their Backers Locked In Longer*, 纽约时报,2021 年 3 月 31 日 [Kristi Marvin—Newsletter]。

决于 SPAC 完成合并,90% 的 SPAC 也是如此。在某些情况下,如果有大量赎回,承销商可以放弃部分后端收费;在一些情况下,如果赎回金额很高,它会提前承诺放弃部分费用。这在很多方面是有益的,即 SPAC 及其目标公司仅为其获得的股权支付全部费用;承销商有寻找对 SPAC 前景有长期利益的投资者的动机;如果承销商认为 SPAC 不会产生这样的利益,那么承销商也会犹豫是否承销 SPAC。这种费用安排应是统一的。

总之,一个成本更低、协调性更好的 SPAC 似乎是可行的。这些要点已经在小部分 SPAC 公司中有所体现。SPAC 的市场纪律如何引导发起人根据这些规则组织 SPAC 还有待观察。正如 Spacinsider 首席执行官 kristimarvin 所说,“最近没有太多摩擦,所以银行家和发起人没有太大的创新压力。摩擦促使你找到解决办法”。

2. 受赞助的 IPO 或直接上市

最近的 SPAC 经验也可能导致 IPO 和直接上市的变化。如果 SPAC 真能提供价值,那么其一些特性可以融入其他的上市方式中。以“受赞助的”IPO 为例。首先要有一个发起人,其与 SPAC 中的发起人扮演同样的角色。发起人将确定一家拟投资的公司,且想帮助该公司上市并提供后续的支持。然后,发起人将寻找第三方投资者进行私募融资。一旦发起人确定了感兴趣的标的企业,并安排了满足标的企业的最低可接受的股权投资金额,发起人就会接洽承销商进行 IPO。^[94] 或者,如果一家公司想在发起人的帮助下直接上市,其结构会更简单。发起人将通过私募融资,并在必要时担任顾问。这种安排只是在 IPO 或直接上市中融入了 SPAC 特征,而不需要预先考虑 SPAC 结构中的固有成本。就像在投资 SPAC 时所做的一样,私募投资者将进行详细的企业尽职调查,他们的购买使交易在公开市场上有效,就像 SPAC 的运作方式。和 SPAC 机制一样,提前锁定融资会促进交易和价格的确定性。事实上,尽管二者间有差别,私募融资已经与传统的 IPO 结合使用。例如, Dun &

[94] 承销被赞助的 IPO 需要有坚定的承诺或尽最大努力。对于那些被排除在 IPO 市场之外的公司来说,后者可能是他们唯一的选择。千方百计完成的承销实际上和我们今天看到的 SPAC 承销是一样的。由于承销商对赎回不作任何保证,并且不调整其费用反映赎回情况实际上也是在千方百计地承销。

Bradstreet's 2020 年首次公开发行的同时还进行了债券的直接销售,财团投资者按照 IPO 价格以一定比例折让购买股票,但以 IPO 交割为前提。^[95] 类似地, Uber 首次公开募股还包括 PayPal 承诺购买 5 亿美元的股票,但以 IPO 交割为前提。^[96] SEC 最近批准了直接上市,同时直接出售股票。^[97]

我们也可以复制 SPAC 的盈利能力支付计划安排。公司管理层和发起人可以发行价外期权或认股权证,执行价格与 SPAC 目前的获利能力相当。

在 IPO 或直接上市中加入发起人似乎有些奇怪或者无关紧要,如果发起人确实在 SPAC 中提供增值,那么,在这些情况下可能也会提供增值。它在这里的作用是一样的,只是它在筹集资金之前会寻找一家拟帮助上市的公司。它与其曾协助上市的公司协商补偿金,这可能会让补偿金结构与发起人的激励动机和股东利益相一致。如果发起人未能提出合并方案,就会有失去初始投资的可能。发起人对交易的认可也说明公司的可靠性,如果发起人以 IPO 价格进行投资,那么也会对价格进行验证。最后,发起人与该公司的交易可能包括承诺继续参与公司的业务,或许是通过董事会席位,这是目前常见的 SPAC 运作模式。

由于不会像 SPAC 那样闲置资金 2 年,所以没有必要用摊薄权证来补偿 IPO 投资者。这家拟上市公司将会只发行股票。此外,也不存在为

[95] 参见 Dun & Bradstreet Holdings, Inc. S-1 表注册文件 3 号修正案 (S-1A 表), 第 12 页 (2020 年 6 月 26 日)。See *Club IPOs and Insider Participation in IPOs*, Morrison & Forrester LLP (2016), <https://media2.mofo.com/documents/161213-insider-participation-ipos.pdf>.

[96] 例如,参见 Uber Technologies, Inc., S-1 表注册文件 1 号修正案 (S-1A 表), 第 6 页 (2019 年 4 月 26 日), 也可参见 Black Box Inc., SEC 无异议函 (1990 年 6 月 26 日)。我们在其他国家和地区的资本市场也看到类似的做法。英国、欧洲、中国香港特别行政区和印度的大部分地区都在 IPO 中使用“基石投资”或“锚定投资”,通常会尽力投资 IPO。我们只是在此次安排中增加了一位发起人,如果承销商要扮演发起人的角色那就更好了。

[97] 参见美国证监会发布 No. 34-90768, File No. SR-NYSE-2019-67, 2020 年 12 月 22 日, <https://www.sec.gov/rules/other/2020/34-90768.pdf>; 也可参见 Elana Lyn Gross, SEC 批准纽交所直接上市提议, FORBES (Aug. 26, 2020, ET, 8:14 PM), <https://www.forbes.com/sites/elanagross/2020/08/26/sec-approves-nyse-direct-listing-proposal/#8dbff2e6bc55>。

日后赎回的股票向承销商支付费用。

我们会看到受赞助的 IPO 或直接上市的发展吗?这取决于很多因素。首先,发起人真会增加价值吗?我们对这个问题不作任何判断,但当他们提出 SPAC 股东放弃 10 美元的赎回权,并同意合并时,SPAC 向目标公司投资远低于 10 美元的要求是,这是他们的隐性诉求。但或许发起人也不会贡献过多的价值。SPAC 之所以能够持续存在,或许是因为它们享有监管优待,正如下文所解释的,应该取消这种优待。或许,SPAC 的价值在于它们不受备受诟病的 IPO 定价约束。或许,SPAC 和传统 IPO 之所以都存在是因为它们在很大程度上已经标准化,而标准化为它们提供了价值。在这一点上,SPAC 正在蓬勃发展。因此,对于发起人来说,尝试组织一些不同的活动几乎没有市场压力。我们预测这种情况不会永远持续下去。当它结束时,我们将看到标准的 SPAC 是否会让位于改良的 SPAC 或受赞助的 IPO,或者直接上市将会涌现,或者 SPAC 是否会返回原样,成为小众工具。

(五) SPAC 的社会成本

SPAC 的固有成本很大程度上是承担了发起人、IPO 投资者和承销商谋取的价值。如前文所述,在平均数和中位数的 SPAC 之中,对该等价值的抽取会导致未赎回股东亏损。然而,在很大程度上,发起人、IPO 投资者和承销商的总收益大于未赎回股东所承受的损失。为了更精确地研究,我们计算了各方在 SPAC 合并中投资的现金总额,以及在 SPAC 发起人、IPO 投资者、PIPE 投资者和未赎回股东之间分配的证券总价值。我们将现金投资与证券价值的差额计算为“SPAC 总回报”,并在表 8 中列出统计数据。

表 8 合并后 6 个月 SPAC 总回报

项目	所有	非高质量	高质量
平均数(百万美元)	258	504	12
中位数(百万美元)	22	39	0
SPAC 数量(家)	47	24	23

截至合并后 6 个月,SPAC 总回报的平均数和中位数分别为 2.57 亿

美元和 2200 万美元。47 家 SPAC(63%) 中,29 家 SPAC 的总回报为正数。若假设目标公司至少是盈亏平衡的,那么,平均来看,整个 SPAC 过程会产生净收益,我们所分析的成本构成了公司上市所创造的剩余价值的分配。^[98]

尽管如此,从社会角度看,我们有理由相信 SPAC 可能会付出高昂的成本。第一,由于目标公司通常没有支付上市成本,而且由于发起人的动机和 SPAC 股东的利益不一致,因此无法保证通过 SPAC 上市的公司是最优的。第二,与此相关的是,即使上市对一家公司来说有利于提升价值,另外更能提升价值的交易是 PIPE 融资或是公司选择在后期上市的方式。第三,对于可以选择传统 IPO 的公司来说,从私人成本角度看 IPO 不仅成本较低,而且在没有发起人参与的情况下 IPO 也会取得同样的结果,因此,发起人没有在 SPAC 中增加时间和精力有机会成本。除非发起人增加的合并后价值等于在 SPAC 中提取的价值,那么它的参与会是额外的社会成本。

五、监管干预的影响

我们得出了两个结论,证明有必要进行监管干预。首先,SPAC 与 IPO 相比享有监管优待,但这是无意的且没有政策依据。其次,未赎回的 SPAC 股东遭受的损失表明无法以足够透明的形式向他们提供重要信息。本部分我们提出了两项监管改革方案:一是取消对 SPAC 和 IPO 的差别化监管待遇;二是建议要求 SPAC 提供其合并前每股现金,PIPE 融资条款以及发起人和管理层在拟合并中的财务利益等方面的透明度。

(一) SPAC 和 IPO 之间不平等的竞争环境

如第四部分所述,当 SPAC 让一家公司上市时,该交易受 SEC 合并

[98] 这些计算中做了一些简化。第一,目标公司情况可能比单纯收支平衡状况好,在这种情况下,我们低估了 SPAC 交易的社会价值。第二,这些计算并没有为发起人付出的努力定价,在没有 SPAC 的情况下,它可能被用于其他社会效益目的。至少“SPAC 盈余总额”的平均数为 2.57 亿美元,这似乎足以补偿发起人的时间价值。然而,如表 8 所示,低质量 SPAC 的总盈余明显较低,这些盈余是否为正值尚不清楚。

法规而非 IPO 法规的约束。这让实务人士和评论员认为 SPAC 就合并所作的预测和其他前瞻性陈述都适用《民事证券诉讼改革法案》的安全港规则,^[99] SEC 企业金融部代理主任对此认识提出了质疑。^[100] 正如代理主任解释的那样,没有政策规定将 SPAC 合并与 IPO 区别对待。从功能角度来看,SPAC 合并是目标公司的 IPO。当 SPAC 提议合并时,承销商、SPAC 的管理层和目标公司的管理层会像发行人在 IPO 路演中那样推进交易。在我们抽样研究期间,几乎所有投资合并的股东都在合并宣布后购买了股份,这可能是对目标公司披露的信息(包括其预测信息)的回应。^[101] 但是,在宣布合并前购买股票的股东必须作出是否赎回或投资目标公司的相关决定。因此,代理主任提出 SEC 可能会颁布法规将 SPAC 合并排除在安全港规则之外。

正如一些 SPAC 目标公司所报告的,提供预测和其他前瞻性陈述可能是传达价值的有效手段。然而,一些公司还面临着与潜在投资者消除信息不对称的挑战。最近一项关于 SPAC 的研究发现,SPAC 的目标公司更有可能是“无收入”或收入较低的公司。因此,除了向投资者告知价值预测之外,可能没有其他的业务往来。另外,国会将 IPO 排除在安全港规则之外,反映了对公司首次进入公开市场时向潜在投资者提供信息完整性的担忧。因此,代理主任提出 SEC 可能颁布法规将 SPAC 合并排除在安全港规则之外。然而,SEC 选择解决 SPAC 中的预测信息问题,对于 IPO 上市的发行人也应有同样的待遇。

“安全港”规则的法定条款为 SEC 创造公平竞争的环境。该法规将“空头支票公司的发行”排除在外,并授权 SEC 对空头支票公司进行定

[99] 参见 *supra* TAN __ - __。

[100] 参见 John Coates 的观点, Acting Director, Division of Corporation Finance, *SPAC, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws*, 2021 年 4 月 8 日。

[101] 虽然 SEC 长期以来允许 SPAC 在其委托投票说明书及其他合并相关文件中包含前瞻性信息,但是对于 SPAC 是否适用《民事证券诉讼改革法案》的安全港规则存在不同意见。在《民事证券诉讼改革法案》出台之时,SEC 将“空白支票公司”的定义限定为发行“低价股”的公司,有形净资产不超过 500 万美元的公司,这一定义一直沿用至今。然而,国会很可能没有觉察到这个定义。关于《民事证券诉讼改革法案》的众议院会议报告指出,“安全港”并不适用于那些……就“空白支票”证券发行发表声明……或者“发行低价股票”的发行人。H. R. CONF. REP. 104 - 369, 第 46 页(加强调)。这种措辞表明,安全港不适用于空白支票公司,无论是否发行低价股。

义。SEC 目前的定义是在安全港规则颁布之前,完全不同的背景下采用的,并不包含 SPAC。因此,SPAC 可以适用安全港。但 SEC 有权就安全港作出定义。相反,如果 SEC 想让 IPO 像 SPAC 那样从安全港规则中获益,那么法规会批准它这样做。将 IPO 排除在“安全港”之外的条文开头是这样的措辞:“除非委员会的规则、规章或命令另有明确规定。”

我们的分析为从 SPAC 合并中撤回“安全港”规则提供了一些依据,而不是将其扩展到 IPO。SPAC 合并后的糟糕股价说明未赎回 SPAC 股东高估了 SPAC 目标公司的前景。我们不能随便将 SPAC 的预测与股东的损失相联系起来。但我们的研究表明这种联系值得仔细研究。目标公司的预测有多乐观?该问题的答案超出了本文的范围,但将它作为下一步的研究是非常有意义的。SPAC 合并监管与 IPO 不同的是 IPO 适用于《证券法》第 11 条,该条为购买了注册文件存在重大虚假陈述或者遗漏的记名股票的投资者提供了诉讼理由。14% 的 IPO 产生了第 11 条项下相关的诉讼。然而,当 SPAC 与目标公司进行商业合并时,第 11 条的法律责任由于以下 3 个原因而受到限制。

第一,在一些 SPAC 合并中,SPAC 向目标股东发行未记名股票。在 SPAC 企业合并完成后的某一时间点,这些股份的一部分或全部由被合并公司进行记名。在这些交易中,合并前的 SPAC 和与合并条款有关的虚假陈述将不受第 11 条索赔的约束,因为交割后的登记声明通常不会涉及这些事项。在其他合并中,SPAC 向目标股东发行记名股票。在这些交易中,目标股东可能根据第 11 条规定提出索赔,但仅限于存在他们不知情的虚假陈述或遗漏。在一定程度上如果宣称的虚假陈述或遗漏与目标公司的业务有关,那么这些索赔充其量是无济于事的。在目标公司股东对 SPAC 进行尽职调查的情况下,在一定程度上也会对有关 SPAC 的虚假陈述和遗漏进行详尽调查。在其他交易中,SPAC 在合并的同时重组为一个新的公司实体,该实体公司对向 SPAC 和目标股东发行的股份进行记名登记。SPAC 和目标公司股东可能会根据注册声明中披露的 SPAC、目标公司和合并条款提出第 11 条项下的索赔。

第二,除了涉及向 SPAC 和目标股东新发行股票的交易外,第 11 条的追溯要求构成了另一个障碍。原告人只有在直接购买已记名发售的股份或追溯到被记名发行的股票才有资格根据第 11 条提出起诉。在

IPO 中,如果发行人没有其他股票在市场上交易,那么追踪 IPO 股票就不是问题。但在 SPAC 合并中,即使目标股东获得记名股票,一旦这些股票被出售,它们会把在 IPO 交易的 SPAC 股票与现有的混合在一起。因此,除了目标股东仍持有 SPAC 在合并中向其发行的记名股票外,原告将面临无法从注册文件中找到与合并有关的已发行股份的阻碍。另外,法院通常会拒绝基于追查异议的驳回动议,因此,追溯要求并不一定会妨碍股东获得有吸引力的和解。

第三,根据第 11 条,IPO 会使承销商面临诉讼风险,而 SPAC 合并中不存在股票承销。因此,即使股东根据第 11 条对 SPAC 及其管理层提出有效索赔,他们没有向承销商提出索赔。^[102]

再次说明,我们无法在 SPAC 提供第 11 条风险隔离与 SPAC 股东对合并收益抱有过度期望之间建立因果联系。但是,艰苦的尽职调查是筹备 IPO 过程中逐渐形成的做法,这也一定程度上得益于承销商的参与推动。IPO 的承销协议通常规定,发行人的律师和承销商的律师都要向承销商提供一份“消极保证书”。根据对企业的尽职调查,他们认为招股说明书不存在重大误导性或不完整。因此,发行人的律师和承销商的律师都会进行广泛的尽职调查。在一定程度上,尽职调查是由承销商的第 11 条责任风险所推动的,并且尽职调查被认为是适用于 IPO 的重要手段。因此,如果要在 SPAC 和 IPO 之间建立公平的监管竞争环境,这种平衡应该会使对 SPAC 的监管达到 IPO 监管的水平。如果预测信息的安全港仍然存在,承销商尽职调查可能会将这些预测信息保持在合理的界限内,这也可能会更完整地披露 SPAC 成本和发起人在 SPAC 公司的利益。在下文中将进行讨论。

(二) SPAC——具体事项披露

事实上,SPAC 的合并对非赎回 SPAC 公司股东而言一直是系统性的不良交易,这表明,旨在加强合并时信息披露的监管干预可能是有道

[102] 作为目标公司或 SPAC 公司的财务顾问,如果投资银行大量参与营销合并,它可能会承担第 14(a)节规定的潜在风险责任,该节适用于与合并相关的虚假陈述和遗漏。投资银行也可以作为 SPAC 公司私募股权投资的配售代理,并可能面临 1934 年《证券交易法》第 10(b)条和第 10b-5 条规定的责任。这些风险没有《证券法》第 11 节或第 12 节规定的责任大。

理的。这种披露应该允许股东分析 SPAC 每股现金低于其股票 10 美元赎回价格的程度；它应该为所有投资者投资于合并后公司的价格提供透明度；这应该能显示出发起人对这笔交易的兴趣。在这一点上，对于正在考虑是否赎回股票或继续投资于合并的 SPAC 公司股东来说，这一切都不明显。

1. 每股现金

根据第三部分的定义，SPAC 的每股合并前现金为股东提供了一个评估他们在拟议的合并中预期获得的价值的起点。股东可以利用这些信息来评估提供给他们的目标公司的价值。目标公司的管理层和股东将对 SPAC 进行尽职调查，并知道其每股持有多少现金。^[103] 一个合理的预期是，目标公司已经通过谈判达成了一项股份交换协议，在该协议中，其股东将放弃公司的一小部分股份，大致相当于他们将获得的 SPAC 股票的价值，而 SPAC 股票的主要价值是其现金。因此，如果 SPAC 股东知道公司的股价为每股 5 美元，他们对拟议合并的初始估值为每股 5 美元。一般来说，这是我们在第三部分通过分析合并前每股现金和合并后股票价值之间的关系发现的。基于公司发起人在合并后继续与该公司合作，SPAC 的股东很可能会选择投入额外价值。如果他们认为发起人将增加足够的价值来弥补每股 10 美元和现金之间的差额，那么，他们将在合并后继续持有股份。但 SPAC 持有的现金越多，其股东就越不需要相信发起人来证明持有其股票的合理性。

SPAC 披露的每股合并前现金应说明：(1) 发起人的促销和 SPAC 认股权证产生的稀释；(2) 承销费和其他费用的现金支出；(3) 为 PIPE 投资提供的折扣。^[104] 在目前起草的 SPAC 委托书中，股东计算合并前

[103] 正如我们所解释的，这将随着赎回而改变。参见上文 TAN __-__。尽管如此，目标可以确定每股现金的基线水平，并据此作出或有估计。如下所述，SPAC 公司可以向股东提供同样的信息。

[104] 参见上文 TAN __-__。

每股现金所需的信息分散在十几个地方,长达数百页,往往跨越多个文件。^[105] SEC 应该规定一个标准的格式来披露这些信息。这一规定类似于要求在 IPO 招股说明书中披露承销折扣后的净收益,以及净有形资产的稀释。

因为 SPAC 每股现金受赎回的影响,所以不可能像我们在第三部分追溯的那样,披露 SPAC 将向合并后的公司提供的现金的准确数量。尽管如此,SPAC 可以在替代赎回场景下披露每股现金——如 20%、40%、60%、80% 和 95% 的赎回。^[106] 然后,股东可以对可能的赎回率做出自己的判断,并对 SPAC 将贡献多少现金做出自己的估计。作为交割的一个条件,目标公司通常会协商要求 SPAC 公司持有最低数量的现金,而赎回可能会将现金减少到该水平以下。然而,目标公司通常会放弃这些条件,允许合并继续进行。^[107] 因此,SPAC 公司的委托投票说明书应明确目标公司可以单方面放弃这一条件,委托投票说明书中每股赎回或有现金的披露不应受到最低条件的限制。^[108]

2. PIPE 投资传递的信号质量

除了 SPAC 公司的每股现金,PIPE 投资者支付的每股价格也是一个重要指标,表明拟议中的合并对公众股东来说是不是一笔好交易。PIPE 投资者通常会收到关于目标公司的机密信息,因此,比公众股持有股东更了解情况。如果一个 PIPE 投资者愿意以每股 10 美元支付,那么,

[105] 例如,参见 Black Ridge Acquisition Corp., 其中计算每股合并前现金所需的信息可在 2019 年 6 月 12 日提交的表格 DEFM14A 的第 4 页、第 6 页、第 10 页、第 18 页、第 19 页、第 45 页、第 91 页和第 92 页以及 2019 年 8 月 6 日提交的表格 DEFA14A 的第 1 页、第 7 页和第 A-2 页找到。因为无论是在术语、表述还是在文件中的位置方面,SPAC 公司的披露都没有标准化,要找到这些相关信息显然需要梳理比最终包含计算 SPAC 公司每股现金的关键数字的页面多得多的页面。

[106] 关于更有雄心的提议,参见 Mira Ganor, *The Case for Non - Binary, Contingent, Shareholder Action*, 2020 年工作文件(提议允许股东根据总赎回量规定赎回条件)。

[107] 例如,参见 2019 年 3 月 14 日 Bioceres Crop Solutions Corp 提交的 10.1 表至 20F 表,披露了其最近与 Union Acquisition Corp. 合并时对最低现金条件的豁免。

[108] SPAC 公司委托投票说明书的一个常见做法是在两种情况下披露某些合并后的财务信息:一种情况是假设没有赎回;另一种情况是假设在满足合并协议最低现金条件的情况下可以发生的最大赎回次数。参见 2019 年 6 月 12 日 Black Ridge Acquisition Corp. 提交的 DEFM14A 文件,第 14 页。

SPAC 公司的股东可能会对其以每股 10 美元进行合并感到满意,尽管事实上这些股票背后的现金要少得多。但 PIPE 要么折价定价,要么发起人以认股权证或股票的形式向 PIPE 投资者支付额外费用,这是很常见的,这将向股东发出一个负面信号,他们可以选择以 10 美元赎回自己的股票。在某些情况下,PIPE 投资者购买了一种复杂的可转换证券,这种证券以不太理想的透明度对 SPAC 公司的股票进行隐性贴现。^[109] 所有 PIPE 交易和相关的附带付款对公众股东赎回或继续投资于合并的决定至关重要。我们建议 SPAC 公司计算并披露 PIPE 投资者支付的每股有效价格,计入 SPAC 公司提供的折扣、发起人支付的附带费用以及 PIPE 投资者收到的作为其投资部分的额外非股票证券。

此外,PIPE 投资者的身份通常不会在委托投票说明书中披露,因此公众股东无法确定 PIPE 投资者是否与发起人有关系或其他交易会破坏其投资所传达的信号。这种关系以及与发起人的其他交易关系到股东应如何解释 PIPE 投资传达的信号,因此应予以披露。

SPAC 发起人还与目前 SPAC 合并前拥有或承诺收购 SPAC 公司证券的投资者谈判附带协议。在这些协议中,发起人承诺向投资者转让其部分认股权证或股份,以换取投资者承诺不赎回其公开发行的股份。这些交易实际上允许一些投资者以折扣价投资该合并,因此,对于一个正在考虑放弃 10 美元赎回权是否值得的 SPAC 投资者来说,这些交易非常重要。然而,SPAC 公司并不总是披露这些安排的实质性细节。^[110] 我们建议要求他们这样做。

[109] 例如,当 Pensare Acquisition Corp. 合并时,PIPE 投资者购买了由本金为 1000 美元的 1 份债券和以 0.01 美元的行权价格购买 100 股股票的权证组成的单位。这些债券可根据可变转换系数转换为普通股,最初设定为每股 3.45 美元。参见 Pensare 收购公司,2020 年 1 月 23 日提交的 PRER14A,第 86 页。

[110] 例如,参见 2019 年 9 月 23 日 Chardan Healthcare Acquisition Corp. 发布的委托投票说明书,其中披露了几项以“股东协议”为标题的此类交易。Health Sciences Acquisition Corp. 在 2019 年 11 月 29 日的 14A 委托投票说明书中,在“其他协议”的标题下披露了类似的安排。本披露说明“截至记录日期,HSAC[发起人]已与持有 4,547,000 股 HSAC 股票的股东达成投票协议,根据该协议……同意……不赎回或出售他们的股份。此外,截至记录日期,HSAC 已与其他投资者达成协议,同意应 HSAC 的要求购买最多 2,374,400 股 HSAC 股票,并且不赎回与业务合并有关的此类 HSAC 股票”。然而,没有提供关于这些安排的付款条件的细节。

3. 发起人和管理层的利益

正如我们所展示的那样,即使当非 SPAC 股东经历负回报时,发起人也能获得非常高的合并后回报。如果合并失败,发起人将失去全部投资。与向公众发行的股票不同,发起人的股票在清算中无权获得任何现金分配。管理层持股也是如此。因此,发起人和管理层的利益与股东的利益并不一致。公司金融部发布了一份关于发起人利益冲突的披露指南,对发起人利益的披露做了概括性的说明。^[111] 我们会继续要求更具体的披露。

SPAC 的委托投票说明书通常披露发起人和公司管理层在这方面存在利益冲突,但在细节的透明度上有所不同。如果股东看得足够仔细,他们通常可以找到发起人和管理层持有的股份,以及为这些股份支付的价格,以及如果合并失败,SPAC 公司清算,发起人和管理层将损失多少。但是,有些 SPAC 公司在发起人进行 PIPE 投资的附属公司的利益以及发起人如何在不同个人和机构之间分配收益等问题上是不透明的,^[112] 与发起人有利益关系的个人和商业实体的财务利益,还可能在与发起人的服务协议披露不完整的情况。应该要求 SPAC 公司委托投票说明书明确说明如果合并完成,发起人和公司管理层将获得多少收益,如果 SPAC 清算,发起人和公司管理层从已经投资的总额中会损失多少。此外,披露发起人的盈亏平衡点(低于该点的发起人将会亏损)将会有所帮助。

结 论

按照目前的结构,SPAC 是一种设计不良的让公司上市的工具。在将 SPAC 建设成为上市公司的过程中,发起人和 IPO 投资者以证券的形

[111] 参见 <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>。

[112] 例如,参见 Churchill Capital Corp III 于 2020 年 9 月 18 日提交的 DEFM14A 文件,在第 252 页上注明了一家名为“花园州”的实体进行的 PIPE 投资,并披露 SPAC 的发起人 Michael Klein,在花园州拥有所有权,但未披露该所有权的金额。

式获得补偿,这稀释了 SPAC 股份的价值。此外,无论承销商出售的股票后来是否被赎回。其以现金或股票的形式收取费用。根据从 2019 年 1 月至 2020 年 6 月合并的 SPAC 收集的数据,我们发现,宣称每股价值 10 美元(中位数)的 SPAC 股份,每股只有 6.4 美元的现金。我们进一步发现,合并后公司的股价与合并前 SPAC 的每股现金价值平均成比例下降,这意味着目标公司倾向于谈判合并条款,让未赎回的 SPAC 股东承担大部分的 SPAC 固有成本。SPAC 股东承担这些成本的原因之一,很可能是 SPAC 在证券法下享有的宽松待遇。

我们发现,与 SPAC 结构相关的成本远远高于 IPO 的成本。但从目标公司自身成本的角度来看,SPAC 可能是一种比 IPO 更便宜的上市手段。只要目标公司谈判的合并条款让未赎回的 SPAC 股东承担合并的成本,SPAC 就是一笔好买卖。然而,目前 SPAC 股东实际上是在补贴目标公司上市的情况是不可持续的。

一些通过 SPAC 上市的公司无法选择传统的 IPO。他们需要传达的信息显然无法在 IPO 过程中有效传达。对于这些公司,我们建议要么采用固有成本更低、与发起人利益更一致的 SPAC,要么采用“受赞助的”IPO 或直接上市,这种方式包含了 SPAC 的价格发现功能,但成本更低。

虽然在合并时持有 SPAC 股份的投资者可以说只能怪自己投资失利,但 SEC 对 SPAC 的管理规定可能是一个促成因素。首先,SPAC 的合并在某些方面享有比 IPO 更宽松的待遇。尽管 SEC 提出了质疑,但人们普遍认为 SPAC 的合并受到《民事证券诉讼改革法案》对预测和其他前瞻性声明的“安全港”保护。此外,SPAC 的承销商在很大程度上不需要为虚假陈述和遗漏承担责任。这种宽松的做法可能导致 SPAC,其发起人和目标公司对合并后的公司未来描绘得过于美好。我们建议公平竞争,这样就不会有任何监管上的偏好可能把公司引向 SPAC 而不是 IPO。

其次,SPAC 的固有成本和发起人权益没有得到应有的明确披露。我们建议 SEC 要求 SPAC 提供更完整和更清晰的信息披露。有了公平的监管环境,更好地披露 SPAC 的成本和发起人的激励措施,我们期望市场将有能力判断,与其他可用的方法相比,SPAC 是否真的能在让公司上市过程中增加价值。

(编辑:谢贵春)