



## 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。  
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。  
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。  
筆者博客：[blog.sina.com.cn/ramondj2011](http://blog.sina.com.cn/ramondj2011)

# 驚弓之鳥

自沽空機構葛咸城（Gotham City Research）狙擊瑞聲科技（02018）後，市場上人心惶惶，充斥恐懼，不停猜測下一隻被沽空機構針對的對象。只要沽空比例略為上升的股份，大家寧願先沽後再問，所以去周不少中小型股票突然遭受拋售。彭博資訊指出，過去12個月起碼有20間香港上市公司被不同沽空機構狙擊。絕大部分被狙擊後的股價均一蹶不振。

## 沽空機構不受監管

股票下瀉的速度通常遠快過上升，因為下瀉通常都是恐慌性一窩蜂拋售，那刻最缺乏承接力，給予沽空機構短綫賺快錢的窗口。由於建議買入的報告眾多，就算看對了基本面，股價亦需經過數期業績報告及中長綫時間才能反映。沽空機構因為大部分匿名或者身在海外，完全避過了本地監管，基本上可以為所欲為，利用似是而非及出位的論點煽動市場。因為

命中及成功率高，短綫利潤豐厚，肯定會吸引更多模仿者參與這遊戲。

證監會對持牌者有非常嚴格的合規要求，但對沒有牌照的媒體財經股評卻一直非常寬鬆（例如不用申報持股利益或執行交易買賣前後設禁止交易期等）。不受監管的沽空機構影響力更巨大，假如隨意狙擊上市公司，對已持有證監牌照的證券商，金融機構及基金其實非常不公平。所有持4號證監牌照（就證券提供意見）者其實都可以撰寫沽空報告，但沒有人會願意這樣做，因為很容易會犯上法律責任。

因為持牌照者需花大量人力及物力投放在合規上，而且所發研究報告及言論必須非常謹慎，不能偏離公開資料的事實，所以本質上根本不可能使用煽動性的文字或未經證實的論據，加上券商報告必定以買入建議為主，所以從效果及商業角度上比，一定比不上沽空機構。當然沽空機構對刻意造假的公司發揮警惕作用，但如

果不受監管，其行為隨時演變成操控及擾亂市場秩序。

## 葛咸城理據有誤

葛咸城攻擊瑞聲其中之一理據是後者自2007年起累積的自由現金流遠低於純利，所以認為後者的盈利質素偏低。這分析本身就大有問題，因為瑞聲是科技公司，每年必須投入大量資本開支，才能不斷開發新產品。不計算資本開支，瑞聲的營運現金流其實非常強勁（過去12年累計值高於同期純利總額）。此外，筆者找了廿多間手機零組件，晶片設計及科技公司作比較，發覺不少世界級公司過去10至12年的累積純利均高於其同期累積自由現金流總額，證明瑞聲的帳目並不是罕見的例子。RM

“沽空機構因為大部分匿名或者身在海外，完全避過了本地監管，基本上可以為所欲為，利用似是而非及出位的論點煽動市場。”

