



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/raymondj2011

沽空機構的極限

上星期突然接到一位自稱某著名美國沽空機構的代表來電，希望尋求與筆者合作。此機構曾多次狙擊香港中小型上市公司，令目標股價大瀉，甚至長期停牌。其中一目標公司不惜遠赴美國提出訴訟，最終庭外和解，對方同意中止直接或間接發出任何針對性報告或公開評論。

沽空機構難成基金

筆者起初以為對方尋求收取研究顧問費用，換取較早獲取沽空報告的權利，殊不知對方的目的是希望籌集資金，成立自身的對沖基金。對方坦言沽空研究過程，必須絕對保密，所以在發出報告前不能容許第三者參與。筆者以往從事投行分析師十多年，要撰寫沽空報告絕對沒有難度。

但筆者認為在香港成立獨立沽空機構，沒有任何生存空間，因為其收入模型不能放大，且沒有持續性，理由很簡單：一、在香港發放專業證券研究報告，必須領取證監會4號牌

照，假如報告內容失實，隨時負上法律責任。沽空報告一定引發目標公司提出訴訟，所以缺乏資本的獨立沽空機構必定被法律開支拖垮倒閉。

二、沽空目標絕多數是中小股票，可借拋空的股份不多，借貨利息成本必定偏高，而且股票隨時有被召回的風險。拋空執行過程必需要保密，不能驚動其他持股者（例如大股東及長綫基金），否則隨時被夾倉。

三、沽空機構必定犯眾憎，隨時六親斷絕，成為上市公司最不受歡迎人物。所以這類機構只能處身海外或者隱匿身份；四、沽空所獲的利潤頂多是99.99%（假設股價跌至零），但歷史上最終破產或被除牌的個案並不多，且沽空過程中，股份隨時停牌，不能立刻套利。

五、沽空機構每年頂多狙擊三數家公司，因為其研究需要比買入報告更深入，且需要隨時對公司作出反擊報告。另外，假如發出太多沽空建議，對市場便會失去震撼性，所以沽

空報告只能作為小品；六、證監會已決定對海外沽空機構加強監管，例如就美國Citro Research狙擊恒大地產(03333)事件，向前者作出民事起訴。據筆者了解，證監勝算的把握非常高，案例一旦成立，沽空機構的生存空間將會更少。

海外大鱷也難賺錢

要成為對沖基金，其投資策略必須具備放大性，即同樣策略能發揮於數百萬以至數億美元的規模。沽空機構假如每年只能狙擊三數隻小型股，頂多只能閉門造車，炒作自家資金。事實上，筆者查看該機構的網站，由2011年至2015年期間，總共狙擊了20間公司，平均每年只有4間。

國際最著名的沽空對沖基金為美國James Chanos的Kynikos Associates，基金規模達33.5億美元，但並非全部專注沽空。他的沽空對象主要為大型股以及宏觀經濟（例如沽空人民幣或期指），並非小型股。其最著名一役乃於2001年拋空了後來破產的Enron，但其基金由2012年至2014年期間的回報都是虧損。他自2009年開始看淡中國，到去年7月內地股災後才開始賺錢。FM

“在香港成立獨立沽空機構，沒有任何生存空間，因為其收入模型不能放大，且沒有持續性。”