



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

雄鷹
展翅

Columns
美術：任耀楠

沽空機構敗走

4年前狙擊中國恆大(03333)的沽空機構Citron Research(香櫞研究)最近被裁定其沽空報告誇大失實，被證監會指其誤導市場，將被禁止參與香港市場5年，及須交出利潤160萬元及承擔證監會的400萬元訟費。Citron及沽空機構被法庭裁定敗訴，在香港屬首次，此案例對沽空機構在香港股市的未來活動，將會產生深遠影響。

沽空引發恐慌套利

由於沽空機構要不是匿名，要不是身在海外，其發布的研究報告一直不受證監會監管。由於市場對具嫌疑及被指控的上市公司，一般反應都是立刻非理性地拋售，令沽空者很容易有機可乘，只要使用較負面及煽動性字眼，便輕易引起投資者恐慌。

筆者在以往文章曾經分析，這些沽空機構大部分都是小本經營及缺乏規模的小公司，先沽空後發報告，然後立刻引發股價波動，最後獲利。由

於市場容易恐慌，所以成功率極高。但由於公開報告前必須保密，沽空建議不能預先出售給其他投資者參與，所以收入模式不能放大，加上狙擊對象一般為中小型股，受制於流動性，融券成本及可借貸數量，注碼不能過大。假如狙擊中大型股，風險可能更大，隨時被長綫大型基金挾倉。

狙擊行動利潤不高

此次裁決，披露了Citron只能在中大型股恆大的身上賺得160萬元利潤，被狙擊當天恆大下跌了11.4%，市值蒸發了76億元。從中可看出，狙擊行動其實損人又不太利己，市場上絕大多數人都是虧損，少數得益者的利潤絕對抵不上蒸發掉的市值及投資者的虧蝕。

大部分沽空者的造淡理據，都是指控上市公司造假帳或者盈利被誇大，但要拿出真憑實據，其實非常困難。除非有內幕人士將帳目公開，否則大部分都只是流於表面的指控，或

者不能確認的證據。

這次判決將會迫使沽空機構行事更小心，拋空理據必須有真憑實據及基於公開資料。雖然市場有不少財務報表充斥着水份的公司，正路的分析只能根據公開數據作出判斷，對具懷疑的公司採取不信任，但不能輕易的指摘對方造假帳。

沽空機構不能胡亂隨便的狙擊上市公司，某程度上是保護了小投資者。很多被狙擊的上市公司，最後被清盤，大多數是由於股價下瀉，市場信心盡失及觸及違約，迫使債權人、銀行或供應商提早要求還款，令公司流動資金出現困局，以至最後走上關門之路。FM



“Citron及沽空機構被法庭裁定敗訴，在香港屬首次，此案例對沽空機構在香港股市的未來活動，將會產生深遠影響。”