

維權之戰

要遵從價值投資，知易行難，尤其是中港股票，通常極便宜的要不是公司管治有問題，就是財務帳目有疑點或分紅欠奉。

東南亞及印度股市自5月底美國聯儲局準備退市的消息傳出後，便開始跌過不停。如印尼就由5月高位下瀉了19.7%，泰國下跌17.9%，印度回落12.3%，同期恒指只調整了7.1%。加上多個國家出現經常帳赤字，匯率同時間急促貶值，令市場開始憂慮第二波亞洲金融風暴是否在醞釀爆發。美國退市預期，引發美國中長期國庫債券孳息上揚，觸發美元由東南亞新興市場的走資潮，同一時間令這些國家的貨幣貶值，再引發惡性循環。香港身為外匯自由進出的開放市場，投資者絕不能丟以輕心，筆者的基金就已經加強了對沖的部位，以防萬一。

美國市場既深且闊

美國股市最近也有調整的跡象，對息口敏感的建築房屋相關板塊從5月一直在回落。美國的宏觀經濟數據其實一直改善，筆者認為美國退市對新興市場的負面打擊肯定較大。大家不要妄想，資金會因退市會由美國國債及股市，流往亞洲新興股市，筆者的經驗是，香港股市通常會跟隨美國股市下跌而調整，反之卻不一定會跟隨上升，皆因香港市場極受外國資金流向影響，通常宏觀風險上升時，外資必第一時間將資金調回美元資產市場。

要遵從價值投資，知易行難，尤其是中港股票，通常極便宜的要不是公司管治有問題，就是財務帳目有疑點或分紅欠奉。真正有所謂特許經營價值 (Franchise Value) 的中港中小型股，其實少之又少。要尋找具規模、管治及價值的股票，美國市場相對就能提供更多闊度。加上美股成交量及深度夠，每當一隻中型市值以上的股票價值浮現時，總有一班對沖基金趁低吸納。

去年底受William Ackman的Pershing Square Capital拋空狙擊的康寶萊 (HLF) 就是一個極佳例子。無獨有偶，另一隻Ackman的重倉股JC Penney (JCP) 最近也引起了對沖基金界的極度關注。如果HLF是Ackman沽空失敗之作，JCP就是他近年長倉最尷尬的虧蝕代表。其基金持有JCP 17.74%權益，為該公司最大股東。2011年他為迫使JCP改革，身兼董事的他，將總裁更換為他欽點的前蘋果 (AAPL) 零售部主管Ron Johnson。改革兩年，JCP反虧蝕加深，現金流加劇惡化。Johnson在今年4月首季業績發布後掛冠離去，前總裁Myron Ullman則再次臨危受命，暫時重掌帥印。JCP去年及今年股價分別跌43.9%及32.4%，Ackman本人也於本月黯然辭去董事一職。

公司價值漸漸浮現

Ackman雖然在JCP投資上失敗，但JCP的價值卻開始引起其他對沖基金留意。根據最新美國證監13F及13D文件，Soros Fund Management (掌管85.6億美元資產)、Perry Capital (31.5億美元) 及Tiger Consumer Management (25億美元) 已分別持有9.07%、7.26%及2.46%權益。JCP剛發布的第二季業績仍處於虧損 (5.86億美元)，同店增長更同比倒退達12%，假若現金流開始改善及同店增長止跌回升，以JCP的品牌及銷售網絡價值，她隨時有能力成為倍升股，問題是管理是否有能力替公司翻身，以及需要多長時間，這些都是投資者需要計算的風險。Perry Capital已公開要求JCP更換管理層，且看這場維權之戰如何發展下去。■

權益披露：筆者旗下基金持有JCP股份，並會隨時於市場買入或沽出。

祝振駒

朗騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展、法興、瑞銀及軟庫金匯等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。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立朗騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

