



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

Columns
美術：林美賢

雄鷹
展翅

其人之道 還治其人之身

著名對沖基金經理阿克曼 (Bill Ackman) 的Pershing Square Capital Management (管理165億美元資產) 去年成為大型對沖基金回報冠軍，去年上升了40.4%，大幅跑贏標普500指數同期的13.7%。截至7月，其2015年回報仍達10.1%，但受累於中國股市危機，8月下跌了9.2% (今年首八個月下跌0.1%)，9月再下瀉12.5% (今年首九個月下跌12.6%)，截至周二 (20日)，2015年仍下跌11.2%。

組合集中 精挑細選

去年表現強勁，主要受惠於其重倉生化股Valeant Pharmaceuticals (VRX US)，持有該公司5.71%或1,947萬股，成本約33億美元，但9月起，生化板塊大幅回落，因為傳聞美國政府展開調查藥廠是否在操控藥價，尤其針對VRX (9月下跌了23%)。

“阿克曼拋空康寶萊已差不多有3年時間，其淡倉除了小部分時間賺錢，其實大部分時間都處於虧蝕狀態。”

更吊詭的是周一 (21日)，沽空研究機構香櫞研究 (Citron Research) 發表對VRX的拋售建議報告，指控該公司利用專門藥店將銷售推至分銷渠道，從而製造營收幻象。公司股價當天下挫了19.2%，周四 (22日) 再下挫7.4%，今年累跌23%。阿克曼之前高調狙擊，沽空了10億美元康寶萊 (Herbalife)，年初至今上升45.4%) 引發極大爭議，今次Citron Research就以其人之道，還治其人之身。

VRX股價一度暴跌達40%，阿克曼被迫出手抗衡，在市場增持了210萬股，成為公司第二大股東。據報道，其持有VRX的價值，年內已減值了14億美元 (周一單日蒸發了5億美元)。下瀉後VRX的市值仍達405億美元 (平均每日成交5億多美元)，但阿克曼不會亦不能隨便減持，因他操作的乃是極集中的組合，裏面只有10多隻長倉及1隻淡倉股票，所有投

資都經過深思熟慮，深入研究及極高的確信性。

沽空機構 走位靈活

假如選股正確，這策略中長綫極可能跑贏大市，但短期波動必定大。要讓投資者接受短暫波幅，基金經理必須有較長回報紀錄及成功個案，令投資者長期信任其能力，提供穩定的資金。這亦解釋了Pershing Square Holdings (PSH NA) 為何在荷蘭上市集資，令其部分投資資金變成自我資本。

阿克曼拋空康寶萊已差不多有3年時間，其淡倉除了小部分時間賺錢，其實大部分時間都處於虧蝕狀態。因為聲稱康寶萊乃層壓式非法運作，堅持其價值為零，又高調公開狙擊及披露倉位，結果弄到進退兩難，須硬着頭皮死撐下去。他的策略是要將公司迫至關門，但發生這種情況的機會其實少之又少，屬黑天鵝事件。沽空機構則靈活得多，因為本身不是基金，規模較小，且不須公開淡倉倉位。假如報告發出後，股價立刻大跌，基本上任務已經完成，可以靜悄悄的鎖定利潤。FM