

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

期貨投資管理（香港）
有限公司董事總經理
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部
擔任分析師及主管達14年之久，
專長中小股研究，
後轉職往對沖基金擔任基金經理，
2010年創立開騰。

損人不利己

普羅大眾及上市公司普遍都認為沽空機構的行為神憎鬼厭，對其印象負面。

沽空機構的一般做法是鑽空子尋找上市公司的財務疑點及產品缺陷，然後建立淡倉，再加鹽加醋，無限放大地做文章，之後公開報告，務求製造震撼性，令持貨者爭相拋售，形成雪球效應，令目標公司股價大瀉，最後平倉獲利離場。根據過往香港上市公司被狙擊的歷史，沽空機構獲利的得勝率應該是百分之一百。但最近筆者有機會和某美國著名沽空機構溝通，卻發覺其營運模型大有問題，隨時有虧蝕風險。

沽空機構隨時賠錢

為了保持機密，這些機構只能運用自我資金作拋空，由於狙擊目標以小型股為主，估計其每次注碼頂多是數百萬美元。某機構每年平均狙擊4家公司，假設沽空每家平均獲利50%，每注500萬美元，一年的毛利約為1,000萬美元，扣除工資、調查費用及固定成

本，其利潤每年約為500萬至700萬美元之間。最大的關鍵是法律訴訟開支，假如上市公司提出訴訟，官司隨時一拖數年。最近霸王集團（01338）對《壹周刊》長達6年的誹謗官司被判勝訴，後者需要賠償300萬港元及負責前者8成訟費約3,000萬元。換句話說，《壹周刊》就此訴訟的法律開支可能高達7,000萬元（即差不多1,000萬美元）以上。巨額法律開支就算大機構也會吃不消，小本經營的沽空機構只需纏上數宗訴訟，便需要關門。怪不得某機構最近願意在美國加州法庭作出庭外和解。

內地上市公司財務水份多，是不可爭議的事，但沽空機構的狙擊理據大部分都難有真憑實據去證實，所以證監會有意監控這些沽空機構的活動，透過民事訴訟，迫使沽空機構自律。每次沽空狙擊，只有極少數的人能獲利，所有大小持貨者都要陪葬，上市公司經狙擊後聲譽受損，無論股價及業務大多數都會一沉不起。假如公司長期停牌，大小股東，甚至沽空者都要賠錢。總體來說，這些高調沽空建議，分鐘損人不利己，只有破壞，沒有建設。

沽空行為需被監管

沽空機構的行動無疑有阻嚇上市公司造假帳的作用，但問題是很多指控都難以求證。某些目標公司最後破產，主因都是負債過高，股價下瀉後，流動資金出現問題（例如銀行要求立即還債或難以延續債款），導致萬劫不復。傳媒做文章指控上市公司，其破壞力同樣巨大。而傳媒對上市公司所作的盡職調查，遠遠差於沽空機構，但因為傳媒並非金融機構，又涉及媒體監察及新聞自由等等理念，其報道更難以被監控。例如非證監持牌人可以隨便在媒體上評論建議股票，但持牌人假如在媒體文章上分析失實或有利益衝突，便須負上法律責任。

