

散發誤導投資者訊息設罰則 增強淡倉交易透明度

港監管嚴格 沽空機構難渾水摸魚

沽空系列 ②

港股是中外資金博奕集中地，經常出現一些渾水摸魚者利用虛假資料、流動性陷阱等手段，惡意操作股價謀利。為了對付這些沽空機構，證監會早已制定了嚴格監管制度，限制對公眾發表虛假的上市公司訊息，違者可能負上刑責，而且更制定了一系列監管條例，防止沽空機構以不正當手段謀取暴利。證券界人士認為，香港的監管嚴格，沽空機構難以渾水摸魚。

大公報記者 許臨



▶ 沽空機構狼群先後狙擊愛奇藝（左圖）、億航智能（右圖）等中概股，然而從不曾成功。

永裕證券董事總經理謝明光表示，美國及韓國的監管部門去年大規模調查股市的沽空活動，涉及的非活動包括「幌騙」策略，即是在市場上投放虛假訂單，以推動股價上落，以及進行所謂「搶帽子」交易，意思是沽空者在沒有披露的情況下，把所持頭寸套現。

禁止無抵押沽空

謝明光指出，香港證監會一直密切關注不當的沽空行為，而且擁有嚴謹沽空制度，如《證券及期貨條例》（第571章）便禁止在認可證券市場或透過認可證券市場進行「無抵押」或「無擔保」沽空，這代表了賣方沽空股份時，不能未借入有關股票，或未獲得借方確認有股票可供借出，而且沽空時必須向券商提供文件，確認已訂立股份借貨協議，或擔保已借入有關股票。券商也須為所有已進行的沽空交易，保存完整的審計紀錄。

無論是機構還是散戶投資者，沽空行為十分透明，因為證監會自2012年6月已推出淡倉申報制度。在該制度下，任何人持有須申報的淡倉，必須每周向證監會申報，申報制度在2017年3月已擴大至涵蓋所有可進行沽空的證券，違反法規者可能會遭受刑事檢控。

證監會定期執法，對不合規的情況進行調查，以遏止市場非法或失當行為。證監會可根據《證券及期貨條例》獲賦予權力進行調查工作，包括查閱涉嫌有失當行為的上市公司的簿冊和紀錄，並在有需要時與本地及外地執法部門和監管機構合作進行調查。

此外，聯交所規定只有部分高流動量的證券才可進行沽空，沽空過程只能在交易系統進行，同時要遵守「限價沽空規則」。中央結算有限公司也有嚴格制度防止沽空後延遲交付，若券商沒有在T+2交付證券，以交收其沽空交易，香港結算會執行強制買入。

香櫞被逐出港市場

謝明光表示，由於嚴格監管，沽空機構渾水摸魚難度大增，過去曾有沽空機構被逐出香港市場。曾經是全球最大沽空機構之一的香櫞研究（Citron Research），2012年6月其創辦人Andrew Left發表了一份關於恒大（03333）的研究報告，直指恒大無力償債，流動性將有嚴重困難，觸發恒大當日股價急挫近20%。

其後，香港市場失當行為審裁處裁定Andrew Left發表的報告披露虛假或具有誤導性的資料，誘使他人進行交易，因而符合《證券及期貨條例》所指的市場失當行為。最終Andrew Left被禁參與香港市場5年，並歸還因沽空恒大所得利潤160萬元；若他再觸犯香港法例，將會面對刑事檢控。當時香櫞研究已先後發布了150多份研究報告，狙擊了20多家中概股，其中16家股價跌幅超過80%。香櫞自稱只曾沽空2家公司失敗，分別是新东方（US：EDU）及泰富電氣（US：HRBN）。

什麼股份會被盯上

新聞分析

若果所持股票成為沽空機構狙擊的目標，即使沽空機構落荒而逃，投資者也承受了極大心理壓力。究竟如何避免買入容易被沽空機構瞄上的股份？

沽空機構狙擊目標，經常以財務數據造假為藉口，而這些公司都有共同點，在短短數年內成為行業龍頭，且估值遠超行業水準。已清盤的中國金屬再生，當年在5年間一躍而為廢金屬回收業龍頭，引來了沽空機構格勞克斯研究（Glauco Research）發表報告質疑，導致證監會調查，最後發現在2009年招股期間，在招股書誇大了盈利。

上市公司時常被質疑故意拖延確認成本或把支出资本化，以及操縱特別費用項目或銷售資產，以粉飾損益表。這些都會成為沽空機構的藉口，即實際上並非如此。

公司現金流現負值須留意

投資者必須留意公司「經營活動現金流」，若持現金過少，難以維持經營活動，若現金流持續負值，便惹人疑竇。2016年7月被做空的德普科技，2013年後的經營現金流持續負值，但經營活動現金

流波動很大。2015年，中國天然氣（00931）也因這狀況而被沽空機構唱淡。

財務造假的公司僅能操作公司財務報表，若與關聯公司披露的數據不統一，便有造假嫌疑，容易成為沽空機構藉口。2019年除牌的中國光纖（除牌前上市編號：03777），當年絕大部分業務是與子公司四方通信進行，中國光纖2012年收入達14.94億元，四方通信的收入只有3.75億元，差距3倍，其後便遭沽空機構狙擊。

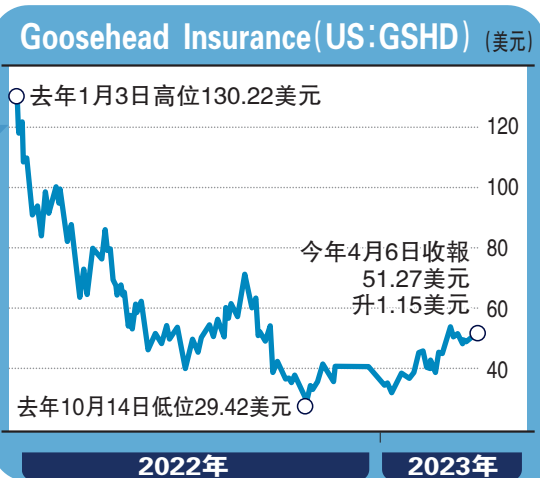
若更換會計師過頻，高管離職率又高，沽空機構也會特別留意，因反映管治及執行力出現問題。投資者還應留意股份的沽空比例，若沽空比例短期大幅上升，可能是沽空機構介入的先兆。

部分活躍於港股的沽空機構

- 狼群 (Wolfpack Research)** 近年狙擊中概股最活躍的沽空機構之一，曾狙擊愛奇藝 (US:IQ)、億航智能 (US:EH) 及趣頭條 (US:QTT)
- 灰熊 (Grizzly Research)** 曾先後發布研究報告，唱淡蔚來 (09866) 及中通快遞 (02057)，皆未能得手
- 殺人鯨資本 (Blue Orca Capital)** 曾經狙擊名創優品 (09896) 但失敗
- 約沙法 (Jehoshaphat Research)** 曾經狙擊創科實業 (00669) 但失敗

證監會監管沽空相關條例

- 禁止無抵押沽空** 《證券及期貨條例》（第571章）禁止在認可證券市場或透過認可證券市場進行「無抵押」或「無擔保」沽空
- 申報制度** 2012年6月推出淡倉申報制度，任何人持有須申報的淡倉，必須每周向證監會申報
- 規限可沽空證券數量** 規定只有部分高流通量的指定證券，才可獲准進行擔保沽空
- 設立沽空規則** 設有「限價沽空規則」，只可在交易系統上以不低於當時最佳賣盤價執行沽空
- 調查** 定期對不合規的沽空活動進行調查，以遏止市場的非法或失當行為



殺人鯨資本沽空屢屢慘敗

大敗虧輸

熱衷狙擊中概股的沽空機構，除了狼群 (Wolfpack Research) 外，還有殺人鯨資本 (Blue Orca Capital)。殺人鯨資本以為發布毫無依據的研究報告，便能「抹黑」中概股，刻意曲解及污名化中國上市公司，卻屢屢失手，只能竹籃打水一場空，大敗虧輸。

在2020年至2022年期間，殺人鯨資本至少每年狙擊一次中概股，但全部鐵羽而回。例如2021年5月，殺人鯨資本發布了看淡互聯網醫美平台新氧 (US:SY) 的研究報告，一度拖累股價下跌，其後新氧反駁報告存在大量錯誤，股價迅速反彈，由低位6.93美元反彈至高見11美元。

2020年7月，中國飛鶴 (06186) 也被殺人鯨資本狙擊。消息傳出後，中國飛鶴股價一度下跌8%，但短時間內回升，其後更創出歷史新高。

2022年9月，殺人鯨資本狙擊名創優品 (09896)，其後名創優品展開獨立調查，結果顯示指控無事實依據。當時名創優品的股價不足11元，半年後漲至40元以上。

殺人鯨資本屢屢失手，相信今年已成為投資者最期待發布沽空報告的機構，因為那是低位買貨的時候。



▲ 殺人鯨資本前年狙擊新氧失敗。圖為新氧總部一隅。

狼群狙擊愛奇藝 取樣粗疏變笑話

無一成功

近年狙擊中概股的沽空機構活躍，但大部分實力為三四線機構，狼群 (Wolfpack Research) 就是其中之一。近兩年，狼群先後狙擊愛奇藝 (US:IQ)、億航智能 (US:EH) 及趣頭條 (US:QTT) 等中概股，成為「風頭躉」，可惜自2019年5月6日成立以來，從沒有一次成功的沽空戰績。市場認為，狼群屢戰屢敗，至今仍未醒覺，若果再出手狙擊中概股，相信投資者早有心理準備，可以從中獲益。

狼群最著名的沽空，應是2020年10月狙擊愛奇藝，當時還邀得六大沽空機構之一的渾水助拳。不過，一般投資者也看出沽空報告有很多值得商榷之處。

狼群認為，愛奇藝宣稱用戶數據比實際的高42%至60%，而主要數據源自兩家可以進入愛奇藝後台系統的廣告公司，愛奇藝宣稱2019年日活躍

用戶是1.75億，但狼群從愛奇藝後台系統收集「四天」活躍用戶數，算出平均日活躍用戶是2470萬，遠遠少於愛奇藝報告的金額。但是，單用廣告平台「一部分數據」推算所有用戶，根本不合理；而且收集數據量只有四天，嚴重偏低，遭投資者笑話。

沽空美股大敗而回

狼群唱淡中概股失敗，沽空美國本土股份也經常大敗而回。

今年2月16日發布研究報告唱淡美國保險公司Goosehead Insurance (US:GSHD)，並認為管理層誇大經營數據。之後，Goosehead Insurance股價僅由41.5美元輕跌至36.35美元，而且跌了3個交易日後便反彈，股價更一度回升至55美元，即使3月份美歐爆發銀行業危機，Goosehead Insurance的股價仍企穩在46.7美元以上。在報告公布後，沽空此股的炒家必定損失慘重。

▶ Goosehead Insurance 一度被狼群沽空，指其管理層誇大經營數據。

