

美國仍處於牛市加上量化寬鬆效應，沽空如逆水行舟。

基金惡鬥

祝振駒
翔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年創立翔騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011



近一個月美國媒體曝光率最多的股票，是一家全球性（包括中國佔營收達6.9%）健康、個人護理及纖體產品傳銷公司康寶萊（Herbalife, HLF）。事緣去年12月20日美國維權對沖基金Pershing Square Capital Management

（管理110億美元）基金經理William Ackman在一投資者會議上發表一份長達334頁的簡報，公開指控HLF的運作模式，為違法的層壓式推銷方式。

他認為其帳目造假及令99.9%分銷商虧蝕，公司兼且有資金流動性問題，執法者應作出調查及把她關門，公司的價值最終會變為零，更聲稱已拋空超過2千萬股（佔公司股本18.5%以上及超過其基金資產的9%）。指控發出當天，HLF股價下跌9.8%，兩天後再累計下跌22.7%，市值由19日起算前後4天共蒸發38.9%或17.9億美元。Ackman之前亦曾經公開狙擊港匯。

拋空殺空大對弈

事情最弔詭的是，另一維權對沖基金Third Point Capital（管理101億美元）基金經理Daniel Loeb於今年1月9日，HLF的反擊發布會兩天前，聲稱已增持HLF股份至8.2%（約886萬股）及公開支持HLF，認為以公司長達32年的歷史，假若違規銷售應早被監管機構檢控，而事實上過去只有少數針對HLF的投訴。他認為拋空者的理據，不足以迫使監管者關閉HLF，加上公司有9.5億美元回購權（公司一向淨現金）及80%收入來至海外。

假若以正常化的10倍至12倍市盈率計，HLF應值55美元至58美元（40%至70%上升空間）。果然HLF自1月9日起上升近13%，並於低位反彈近72.9%至

45.06美元，已高於受狙擊前的42.5美元。

同一時間，Loeb的行動吸引其他對沖基金公開買入HLF，把拋空者剎那間殺過片甲不留，加入戰團的殺空者包括筆者。

拋空者八大敗因

筆者認為Ackman在這役很大機會會失敗（他聲稱已拋空了HLF7個至8個月，但平均價估計應起碼達50元美元，並沒有使用認沽期權），假若他沒有在上月低位時購回拋空的股票，以他淡倉的比例根本無法在現水平獲利。

筆者歸納這次Ackman可能失敗的原因：一、淡倉佔股本及基金資產比重太大，根本難以轉身；二、一早暴露淡倉數字，高姿態令基金成擠淡倉者的眾矢之的；三、Loeb去年和Ackman曾交鋒並先勝一役，前者沽空JC Penney後者持JCP股本達17%，但股價比買入價下跌了16%，虧損若達1.56億美元。

四、Loeb去年押中買入希臘債券，令基金2012年回報達21%，遠勝Ackman的12.4%（去年12月受惠於沽空HLF，上升5.8%）。前者的往績較易令市場追隨；五、美國仍處於牛市加上量化寬鬆效應，沽空如逆水行舟。

六、沒充分利用認沽期權去賺取快速利潤，反而捨易取難沽空股票；七、HLF過去兩年均持有淨現金且正流入多年，股價下跌不會引致債權人中止借貸，關門機會微乎其微；八、HLF去年7月曾宣布在未來5年回購10億美元股份，又於去年12月24日低位時聲稱於未來數季會回購5千萬美元，真金白銀的回購是最佳信心保證。FM