

美國華商

偵查報道

父唱好 子唱淡 業界質疑利益衝突

同一屋檐下 渾水家族揭秘

原本寂寂無聞的渾水 (Muddy Waters) 創辦人 Carson Block，靠「踢爆」中國民企假帳，發表「沽售」報告以造空獲利，在環球金融圈紅極一時。本報從中、港、美各路追訪，發現Carson未化身民企煞星前，跟隨父親游說民企支付酬勞，以撰寫「強烈買入」報告。有民企拒絕付鈔後，半年後巧合地成為渾水唱淡對象，惹來美國投資者質疑其行為存利益衝突。

■美國特約記者 田馨；本報記者 孔雪茵、蔡煒瑩、應毓華

父子游說民企付鈔 撰報告看好

在美國洛杉磯PacifiC Palisades社區，一間門前擺有「Armed Response」警示牌的排屋，便是渾水網站所登記的地址所在。同時，Carson父親William Block便居於此，他的公司W.A.B. Capital網站亦報此處為聯絡地址。

本報記者登門造訪，在家的William首先拒絕接受訪問，其後他在電話中多次強調，跟渾水研究毫無關係，「那是我兒子Carson創立的公司，我跟渾水毫無關係。」

William 向外自稱在細價股領域擁逾30年經驗，與眾多基金經理、律師樓建立良好關係；主要為上市公司撰寫有償的「看好」報告。至於他兒子、現年35歲的Carson，在展開「打假」事業前，只是典型在中國搵食的「老外」（見表）。

Carson對民企由「好友」變「淡友」，始於2009年與父親的一餐飯局。Block父子當時會見了在美國上市的東方紙業（Orient Paper Inc）財務總監Winston Yen，並要求為公司撰寫一份評級為「強烈買入」的研究報告。

「他（William）主動幫我們做了很多事情，第二次見面就給我們提供了一份財務模型，我當時覺得很驚訝，因為我們根本就沒有要求過」，Winston對本報說，「後來（對方）還邀請了3個基金，主動幫我們做了一個小型路演。」

2010年1月，Carson與大學同學Sean Regan抵達北京，代William到東紙廠房進行盡職審查。同團還有他們在南加州大學的同學Rick Pearson，他當時是一名私人投資者，亦是投資網站theStreet的投資專欄作者之一。

東紙不買帳遭唱淡？鬧羅生門

盡職審查完成後，Rick向投資者建議買入東紙，卻沒想到自己大學同學在半年後，以渾水名義發表首份「沽售」報告，炮轟東紙涉嫌誇大09年盈利40倍，目標價低於1美元（當時市價約8.4美元）。報告出街後，東紙股價暴跌一半至4美元水平，事件引起美國股壇極大回響。

「那是個騙局」，William回憶起當時Carson的評論，並指之所以放棄幫東紙撰寫報告，是因為對方無法通過盡職審查，「他們幾乎一切都有水份。」

「我們很驚訝！因為參觀結束幾天後，William還打電話給我們，說是滿意廠房！」Winston續稱，唯一端倪是在09年12月，雙方曾洽商報酬，一度提及2萬股東紙股份（當時市值近20萬美元）。但在盡職審查後，公司股價已較12月升50%，東紙最後沒有買帳。

父：只要你誠實 便是道德的

對於W.A.B.向上市公司收取報酬寫報告，存在道德及利益衝突，William說：「讓我們這麼理解吧，只要你是誠實的，你便是道德的……我必須對得起自己良心。」他稱將自己的想法只要有價值的，機構投資者才會找他談。

Block父子否認被東紙拒絕付款後才「反轉豬肚」，而是Carson看完廠房，以及檢查過公司向美國投資者披露的資料與工商局文件不符，認為是「沽售」個案，游說父親不要接這宗生意。

「我非常有興趣知道，你能否得到東紙方面白紙黑字的指控我或父親企圖敲詐。」Carson電郵回覆本報時說。

至於父子兩人公司的登記地址，同為美國洛杉磯PacifiC Palisades，Carson解釋，自2005年遷往上海後，仍需一個接收帳單的美國通訊地址，「為安全理由，渾水從不披露我的位置。」

Block父子不論個人及公司，均非當地證券業註冊持牌人士，理論上不受當地證監規管（詳見另文）。

東紙事後高調反擊（詳見另文），當日在場的Rick亦為東紙辯護，「我兩位大學同學在盡職審查中，幾乎全程沉默，表現『業餘』，我只能想到『馬虎草率』這個字。」

渾水透過向少數投資者發放「踢爆」研究報告，以偷步沽空圖利，惹散戶非議，東紙事件曾是美國雅虎討論區及投資網站Seeking Alpha的熱門話題。一名曾貼文批評渾水、不願具名的投資者回覆本報：「我去年意見恐怕站不住腳，Carson賺大錢，在投資世界大家便認為他做對了。」

父子各自旗下公司業務模式比較

父 William Block	子 Carson Block
W.A.B. capital	Muddy Waters
強烈買入，樂觀盈測	強烈沽售，質疑公司造假
持好倉—要求公司提供報酬或股份	拋空股份/出售報告
安排各地路演，向基金推銷	預先聯絡對沖基金
無	無
自稱在細價股領域擁逾30年經驗，與眾多基金經理、律師樓建立了良好關係	近5年在上海發展，操流利普通話；從律師行到教授外國中小企在華創業要訣，亦開班教寫英文法律文件及開辦迷你倉業務

與民企東方紙業對質羅生門

Winston Yen (東方紙業財務總監，負責與W.A.B.聯絡)	人物	Carson Block (當時為W.A.B.的特約分析員)
驚訝W.A.B.在第二次見面時，主動提供財務模型，準備小型路演	起源	父親在飯局中向Winston提及做過盡職審查後，會隨時發有償報告
W.A.B.要求2萬股東方紙業股份	報酬	需先通過盡職審查，才有正式的協議
Carson到廠房作盡職審查時不專業	參觀廠房行為	到廠房後查看切割生產綫，搜查各方綫索，還會見主席
參觀後W.A.B.還主動致電，指滿意廠房	盡職審查	看文件後發現東方紙業有多面紅旗，無法通過，應由「長倉」改成「空倉」
沒有向W.A.B.支付費用	盡職審查後	東方紙業未能通過盡職審查，故沒有任何正式協議

渾水多番出擊情況

渾水報告發表時間	美加上市公司	公司近況	渾水報告發表時間	美加上市公司	公司近況
28/6/11	展訊	已按先前計劃，回購144萬股展訊ADS（美國預託憑證）	3/2/11	高速頻道	5月19日，收到NASDAQ除牌通知，但擬進一步上訴
2/6/11	嘉漢林業	6月8日，要求多倫多股票交易所及加拿大投資代理商協會，調查渾水及Carson Block，以及嘉漢林業的股票交易情況	10/11/10	綠諾	無法對渾水的指控提出足夠信息，已於2010年12月除牌
4/4/11	多元環球水務	5月4日，4位獨立董事集體辭職，並出信質疑該公司管理層在接受獨立調查時的態度	28/6/10	東方紙業	已通過第三方調查，證實渾水的報告並無根據；未來擬狀告渾水惡意誹謗

沒向證監領牌 報告不受監管

Carson Block與父親各自經營一家發表研究報告的公司，但Carson的渾水專「唱淡」兼拋空，父親William的W.A.B. Capital專「唱好」兼事先坐貨，但兩間公司其實屬同一屋檐下，W.A.B.的聯絡地址，正是渾水網頁的支帳地址。

不過，盡管一個好友、一個淡友，都是提供證券投資意見，但翻查美國證會資料，都未能找到W.A.B.或渾水的註冊紀錄，意味他們的活動，理論上並不受監管。

美證監接投訴

美國要求註冊投資顧問需負上忠誠責任，即是他們需以客戶利益為先，倘有利益衝突情況，註冊投資顧問必須避免，否則要作出披露。雖然無註冊，但渾水和W.A.B.在發表報告上，第一頁均會事先申報利益，專「唱好」小型公司的W.A.B.，列明有收取推介公司酬金，兼且持有股票。至於渾水也會在報告首頁，說明會沽空擬唱淡的股票。不過，W.A.B.在網站說明，不會向基金投資者收取報酬；至於渾水則傳聞會向對沖基金售出報告。

雖然渾水的投資活動不受監管，但仍有部分投資者發投訴信至美國證監會，質疑渾水聯絡他人一同沽空，並要求調查渾水及東方紙業的事件。

美國證監會發言人Florence Harmon向本報回覆，現階段概不便承認或否認是否在調查渾水相關案件。加拿大安大略省證監會公共關係專員Dylan Rae回覆，確認當局正調查嘉漢林業事件，但不能披露曾接到多少有關渾水研究的投訴。

先沽空再唱淡 趁恐慌牟暴利

渾水以發表「沽售」報告，觸發公司股價下跌，以透過沽空獲利，這種短倉投資模式，在美國並不新鮮。成立5年的Citron Research就是其中佼佼者。

Citron亦打假 15股當災

Citron同樣以美國上市的中國民企為目標，以打假為己任，過去6年發表18家公司的「沽售」報告，其網站亦列出「戰績」：「當中13家股價跌50%至99.9%，2家停牌，這次15間我們都視為災難性。」餘下2家仍在上市，1家升逾1倍。

究竟這類公司是如何獲利？渾水報告在免責聲明寫明，公司或會沽售或買入被研究的公司，渾水創辦人Carson對公司運作模式三緘其口。市場普遍估計，渾水是在報告發表前先建空倉，然後靠報告出街後推低股價，引發恐慌拋售，再從低位平倉獲利。

不過，美國投資圈子亦流傳，渾水經營模式是在進行研究前，向基金籌集經費，每名收取2萬美元，集合20萬美元便可開展研究工作，但未獲渾水及相關人士證實。

香港未出現Citron和渾水這類公司，惠理集團（00806）主席及投資總監謝清海說，不認識亦無接觸過渾水及Carson Block，對這個靠「踢爆」而沽空獲利的投資模式，他持中立態度：「能夠賺到錢沒有甚麼不好，而對我來說有人願意做市場的警察，何樂而不為？」

畢竟無人愛聽自己的「壞話」，吃官司是「唱淡」研究公司的風險。Citron創辦人在網站便披露，自己有5宗上身，至今未有一宗入罪。Carson亦稱收到死亡威脅，不敢披露自己住址及行蹤。

民企急忙澄清 緣何不提訴訟

被渾水「插紅旗」的6家中國公司，均在第一時間發布新聞稿、或通過電話會議、傳媒訪問，與投資者及公眾溝通，亦及時組織獨立團隊，對相關指控進行調查，公關層面的「反擊」，可謂面面俱到。但奇怪的是，所有聲稱自己清白的企業，無一對渾水提出正式法律訴訟，究竟啞忍原因何在？

美國不少財經博客寫手稱，中國企業集體沉默，顯然是為了避免調查，以遮掩更大的問題。但當被問及這問題，企業方面似乎各有苦衷。以東方紙業為例，正深陷小股東集體訴訟（Class Action），分身乏術。由於渾水報告引起股價大跌，損失慘重的東紙小股東，已於去年8月入稟加州中區地方法院，狀告公司虛報財務情況。時隔一年，案件進展緩慢。

東紙憂得不償失

「但公司到目前為止，仍保留對渾水惡意誹謗的法律追訴權」，東紙首席財務官Winston Yen表示，「我們可能會等集體訴訟了解後，再採取行動……但集體訴訟通常都要很長時間。」東紙還擔憂，若渾水公司本身毫無資產，即使勝訴，所得賠償亦無法支付訴訟成本。該公司又做另一手準備，或對渾水可能違反證券交易法的部分，向SEC提出申訴，相信「很快」會遞交文件，「但渾水並非註冊機構，我們又擔心，監管機構不受理。」