

“新三板”首罚背后

随着 2019 年年底一系列改革措施出台，新三板市场门槛大幅下调。新年伊始，中国证监会对明利股份开出巨额罚单，也给这个更为“亲民”的市场明确了基调：良好的市场交易环境，才是新三板市场恢复活力的必要保障。

文 | 夏木

2020 年 1 月 7 日，中国证监会官网发布了一份行政处罚决定书。涉案当事人集中资金优势、持股优势，采用多种手段操纵自家股票，长达 255 个交易日，涉案金额超 56 亿元，最终获利 2.9 亿元。证监会经过调查取证，最终“没一罚五”，开出了 17.6 亿元罚单。

案件涉及的公司名为明利股份，是一家仓储企业，主要为客户提供自营和包仓服务，由广西明利集团有限公司（以下简称“明利集团”）和自然人何忠华发起，52 岁的林军为实际控制人，2015 年 1 月挂牌新三板。

明利股份在公告中称，公司地处防城港、钦州港，是西部地区最便捷的出海大通道和中国通向东盟的陆路、水路要道，地理位置优越，交通枢纽发达，港区的物流、仓储作用优势突出。公司运用集约、专业、现代化的港口码头资源，为多家大型制糖、粮食、化工等企业提供仓储场地租赁、货物装卸、出入库、安全管理等服务。

挂牌后明利股份进行了两轮定向增发，随后进行做市交易，成为新三板交易最活跃的股票之一。在一段时间内，其日成交金额近亿元，占全

市场交投总额的 10% 左右。

有评论指出，明利股份之所以能有活跃的交易，首先是以超低折扣价吸引首批做市商为其提供做市服务，其次是公布其靓丽的 2014 年和 2015 年财报。仅仅通过企业公开披露的财报信息和交易活跃性的表象，大家都会相信其是很优质的股票，普通投资者很难发现其中的问题，等机构投资者、做市商反应过来时，对方已经完成“套现”的任务了。

入局：“高买低卖”吸引做市商

新三板市场和主板市场的规则既相似，又有差异，在明利股份案中即可见其端倪。

首先，明利股份用来操纵市场的“子弹”，是通过股票定向增发获得的。在主板市场，定增的价格是有一定区间的，与发行期首日价格一致。而且，持有定增获得的股票后，有一定的锁定期（一年或三年），并不能直接在二级市场进行销售。然而，在新三板市场，制度上的差异使得定增的价格不受限制，通过定增拿到股票之后，除自愿限售外，可以直接在二级市场上抛售。有了

这些股票，“庄家”想要影响价格，难度大大降低。

以明利股份为例，2015年3月6日，才登陆新三板20天，该公司就发布第一次定增公告，以每股4元发行7500万股募集3亿元。4月8日，该公司披露2014年年报，营业总收入和净利润分别为1445.4万元和223.447万元，扭亏为盈。4月9日，在该公司第一次定增还未全部走完程序的情况下，又发布了第二次定增公告，以每股5元发行2.4亿股募集12亿元。4月21日，第一次3亿定增完成，其中两家机构广西防城港恒鑫化工有限公司和广西桂东磷业投资有限公司分别认购1.4亿元和1.323亿元，三名自然人股东认购了2770万元。

有意思的情况出现了。虽然定增价格是4元和5元，交易时的价格却低于这一定增价，出现了“价格倒挂”。4月24日，该公司挂牌新三板后发生交易的第一天，也是第一次定增股正式可转让的第一天，恒鑫化工先以1元每股卖出了200万股，随后又以2.8元成交了100万股。4月29日，恒鑫化工在以4元钱受让9.8万股的同时，以2元的价格又卖出了400万股。此后，桂东磷业也如法炮制，以较低价格进行了抛售。如果不熟悉新三板的交易规则，会觉得难以理解：高价参与定增，低价在二级市场抛售，这两家机构图什么呢？

如果了解了交易的对手方，这一切就变得容易理解了。这些亏本交易的对手方，大部分是做市商。6月19日该公司由协议转让转为做市转让，首批做市商11家，其做市库存股均系来自于恒鑫化工和桂东磷业的折价协议转让。明利股份的目标很明显了：吸引更多的做市商入市，为其提供做市服务，进行“托市”。那么，这两家机构为何甘愿承受损失呢？在该公司2015年年报中，该公司对桂东磷业时任股东覃秀群和张冰实际控制的防城港申达通实业有限公司的应收账款正好是2.7亿元，占挂牌公司应收账款75%，又恰好



与恒鑫化工、桂东磷业投资的定增认购1.4亿元和1.323亿元的总额相似——换句话说，这笔钱讲到底，还是出自明利股份的腰包，不过是“左边口袋放进了右边口袋”而已。

操纵：账户组间上演“自买自卖”

明利股份虽然不是老牌挂牌公司，但其挂牌不到一年时间，却有许多“有趣”的市场动作。

2015年8月7日，该公司突现高价交易（有分析称这是做市商的“乌龙指”），股价由正常的4.25元突然爆涨到26.9元，成交了1000股，之后又恢复到正常的4.25元，瞬间涨幅589.74%。巧合的是，该公司的日成交总额也是从这天开始站上了1500万元，开始慢慢挤进做市交易排行榜的前列。同日，该公司股东由挂牌时的2人猛增到218人。

在新三板，交易的热度与该公司资本运作的

在新三板市场，制度上的差异使得定增的价格不受限制，通过定增拿到股票之后，除自愿限售外，可以直接在二级市场上抛售。

明利股份的操盘套路是：账户组之间频繁进行买卖方向相反、数量相同或大致相同、时间连续、价格相近的申报。这样可以确保通过做市商进行交易，股票仍然会留在自己手中。

活跃度密切相关。明利股份也深谙此道。10月8日，该公司因筹划重大资产重组事项开始停牌，拟以9.7亿元现金收购明利集团子公司广西明利化工有限公司100%的股权。根据主办券商华林证券的独立财务顾问报告，拟收购的标的资产明利化工所在行业前景广阔，在磷酸及磷酸盐领域具有领先地位，具备较强的持续盈利能力。收购完成后，公司的资产质量、业务规模及盈利能力也将得到大幅提升。

果然，11月20日，该公司一复牌，受新增15家做市商和重大资产重组的双重利好刺激，当日高开高走放量，收盘涨幅高达24.29%，总交易金额1.1亿元，首次突破亿元大关，直接位列涨幅和成交两排行榜首位，赚足了市场的眼光。11月27日，无巧不成书，该公司再次出现“做市乌龙指”，股价由正常的6.93元突然暴涨到41.71元，成交5000股，之后又恢复到正常的6.92元，瞬间涨幅514.29%，当日做市商还就此乌龙指发布道歉公告。一家公司在不到4个月时间连续两次发生做市乌龙指，也是少有的“巧合”了。

事后来看，明利股份交易如此活跃，价格不断上扬，虽然有30家做市商托市，但最主要原因可能还是在于“自买自卖”。2015年4月24日至2016年12月24日期间，明利股份控制了一系列证券账户，形成账户组。这些账户组每个交易日均有交易，交易股票数量为114291.40万股，成交金额56.67亿元，同期明利股份总成交量为146621.50万股，成交金额70.39亿元。这些账户组交易明利股份的成交量，在市场总成交量中占比为77.9%、账户组成交金额在市场总成交金额中占比为80.5%。

事后，证券监管部门对于受操账户组（共32个账户）进行了分析。这些账户组分为三类：一是直接持股的法人账户。包括明利集团、天勘物流、恒鑫化工、桂东磷业、申达通、工创信息、强顺农资等七个法人账户。这些账户实际由林军、

何忠华等人先后设立并实际控制、管理，相应的证券账户及密码根据林军或何忠华的指示、安排开立后交由陈志强使用，资金流转由林军指使何忠华安排明利集团工作人员进行操作；二是“借用”的自然人账户。卢某坚、李某明、陈某喜等人收集了21个自然人账户，将其证券账户及密码经林军交由陈志强使用，资金来源为林军的自有资金、借款和配资三种情况；三是发起设立的资管计划。例如华茂资本华通1号证券投资基金、西域稳健新三板2号证券投资基金、中科沃土优选1号资产管理计划、国海明利股份1号集合资产管理计划等4个资管计划证券账户。这些账户均系由林军指使成立，限定以明利股份为单一的投资方向并全额建仓，且由林军提供补仓资金。

应该说，明利股份的操盘团队“交易迹象”还是很明显的。账户组之间频繁进行买卖方向相反、数量相同或大致相同、时间连续、价格相近的申报。这样，可以确保通过做市商进行交易，股票仍然会留在自己手中。最为典型的交易期间有：2015年8月5日9:30:29至14:59:36期间，账户组累计买入股票85.3万股，买入成交均价为3.95元，累计卖出股票85.3万股，卖出成交均价为3.94元，成交总笔数为267笔，每笔成交平均间隔时间为53.90秒。证券监管部门认定，受控账户组直接以做市商报价申报，实际上是利用做市商连续双边报价、并在该价位上接受投资者的买卖要求的交易制度特点，在自己控制的账户之间进行频繁交易，制造明利股份交易活跃的假象，实现操纵明利股份股价和交易量的目的。

离场：活跃假象终难维持

尽管二级市场交易活跃，但明利股份的亮眼业绩却没有维持多久。2015年8月22日，该公司披露半年报，实现营业收入6.1亿元，同比下滑32.68%，实现净利润3296.34万元，同比下滑57.21%。8月24日，该公司原财务总监因“个人

身体原因”辞职——这也是新三板挂牌公司中首位财务总监离职。此后，其2016年年报被会计所出具无法表示意见的审计报告，被实施风险警示，改名ST明利。从2017年到2019年上半年，该公司一直亏损，2019年上半年亏损甚至达到1.30亿元。另外，该公司2016年至2018年的年报连续被出具无法表示意见审计报告。

然而，该公司实际控制人和高管们早就已经减持退出。2015年转为做市前后，利用账户组自买自卖，明利股份交易呈现活跃假象。证券监管部门认定，账户组持续大量交易，导致市场成交均价受账户组交易成交价格的影响巨大。在操纵期间，当日账户组交易成交均价与市场成交均价无偏差的达59个交易日，占全部交易日的23.14%；当日账户组成交均价与市场成交均价偏差在0.2%以下的达211个交易日，占全部交易日的82.75%；偏差在0.5%以下的达226个交易日，占全部交易日的88.63%。换句话说，账户组的交易牢牢把握住了整个盘子的成交价格。

反复自买自卖，既控制了交易价格，又推高了交易量。在控制期内，明利股份的成交量、成交额在新三板中均排名全国第四，吸引了大量投资者、做市商踊跃跟进购买股票。2015年8月7日，明利股份股东人数为218人。到2015年年底，股东人数已经达到388人。2016年12月底，明利股份的股东人数已经达到613人。而这段时间，也是明利股份实际控制人及高管套现的高峰期。

根据证监会调查，在吸引大量投资者、做市商踊跃跟进购买明利股份股票的同时，林军等人控制的账户组实现了精准减持，净减持股数7329.05万股，剔除账户组买入股票金额及净减持股票成本，账户组共获利2.93亿元。

进入2016年下半年，随着明利化工业绩变脸，明利股份股价暴跌，真相逐渐浮出水面。2017年3月3日，主办券商华林证券发布公司

风险提示性公告，提醒投资者注意投资风险：明利股份2016年度营业收入和营业利润预计将大幅下滑；化工业务经营模式将发生重大不利变化；明利股份资金链紧张，债务偿还压力大，可能存在发生债务危机及连锁反应的风险；如果应收款项回收不及时或存在不能回收的情况，将对公司的经营和资产质量构成重大风险。果然，到了2018年4月25日，该公司发布2017年年报，亏损已达1.1亿元。此时的明利股份也改名ST明利，股价一落千丈，最低时只剩8分钱。

对此，证券监管部门重拳出击。早在2017年3月27日，该公司实际控制人林军等人即被立案调查。证监会经调查认定，林军以减持股票获利为目的，组织、指使何忠华、陈志强控制账户组，通过采用集中资金优势、持股优势连续交易，在自己实际控制的证券账户之间交易的方式操纵“明利股份”，影响了股票股价和交易量，违反了《证券法》第七十七条第一款第一项、第三项的规定，构成《证券法》第二百零三条所述的操纵证券市场的违法行为。

这次处罚，表明对于新三板市场交易行为的监管已经走上了正轨。这与新三板市场的发展方向密切相关——2019年新三板改革的重要方向之一，是投资者准入门槛大幅降低。这个市场原来投资门槛高，普通投资者接触少，公众化程度不高。公司治理和信息披露也有“差异化”的安排。随着2019年年底一系列改革措施的出台，新三板市场正在将个人投资者在基础层、创新层、精选层的投资门槛分别定为200万元、150万元、100万元，较之前的500万元门槛大幅下调。

开出天价罚单，无疑是明确了基调：良好的市场交易环境，才是新三板市场恢复活力的必要保障。打击市场操纵，建立三公风气，为更多普通投资者入市提供信心，吃下一颗定心丸。同时，对于那些不法投机者，“首罚”也将成为一次有力的震慑。□