

2025年12月19日 | 星期五

《观察者》将于 2026 年1月9日回归

回望
20
25



2025 年即将结束，这一年以企业活动加剧和监管挑战为主，其中包括多项争议性的私有化献议、董事部和家族纠纷、引起大众质疑的关联方交易以及令人担忧的信息披露缺失现象的增加。

回顾 2025 年，控制权、家族纷争和错误如何考验公司监管

在即将告别 2025 之际，现在正是回顾过去一年的时刻。

今年的股票市场围绕在几个主要主题，其中最引人注目的是一系列高调的私有化和退市行动，涉及大马机场控股有限公司 (MAHB)、FGV 控股有限公司和云顶大马 (GENM)，这些公司的献购价均不合理，凸显了控股股东与少数股东之间持续存在的紧张关系。

除了私有化献议，市场还充斥着董事部内部的权力斗争和家族纷争，让本该属于私人纠纷因股东和兄弟姐妹争夺上市公司控制权而公之于众。

这一年，备受争议的关联方交易也受到了大众更严格的监督，引发了关于公平性、商业合理性和公司治理标准的讨论。

令人关切的是，MSWG 揭露上市公司中不断增长的企业信息披露错误、遗漏和不一致之处，并呼吁董事部和管理层提高警惕、问责制和尽职调查力度，确保信息准确无误。

更大的举措，更大控制权

在经历了诸多政治风波后，大马机场控股公司于 2 月 26 日成功被私有化，收购价格为每股 11 令吉。此次收购由以主权财富基金国库控股 (Khazanah Nasional Bhd) 和公积金局 (EPF) 牵头的 Gateway Development Alliance (GDA) 财团，联合阿布扎比投资局 (ADIA) 和全球基础设施合作伙伴 (GIP) 共同完成，结束了大马机场为期 25 年的上市旅程。该公司于 1999 年 11 月 30 日上市，当时发行价为每股 2.50 令吉。

该收购献议因未能充分反映大马机场控股的长期战略价值、不可替代的国家资产地位和未来盈利潜力而受到批评。对于许多小股东而言，此次私有化是在疫情多年低迷之后、复苏与基建驱动的上行潜力尚未完全兑现之际就被迫锁定了公司价值。

另外，联邦土地发展局 (Felda) 的坚持不懈终于在第二次私有化 FGV 的尝试中获得了回报。在 8 月 28 日，在联邦土地发展局和其他一致行动方收购了 FGV 94.97% 的股份后，FGV 正式从大马交易所退市。

然而，每股 1.30 令吉的献购价，与 13 年前 FGV 新股上市时 4.55 令吉的发行价相比，可谓天壤之别，堪称价值流失由小股东不成比例承担的典型案例。

2012 年 FGV 以 105 亿令吉的上市市值备受全球瞩目，位列当时全球最大 IPO 之一。如今，其退市价格却远低于上市时的估值，这一落差凸显，该公司多年来的治理失效、财务操作、管理不善及存疑的收购最终让小股东被迫以低迷价格退出。

同样，云顶集团在 2025 年底出人意料地以每股 2.35 令吉的价格将云顶大马私有化，再次引发了关于公司公允价值和控制权的争论。该交易的独立顾问建议非利益股东拒绝云顶集团的私有化献议，理由是折价幅度过大且流动性强劲。

云顶表示，若该收购案导致云顶大马的公众持股比例低于 25%，则将不会维持后者的上市地位。无论如何，云顶大马目前维持其上市地位，因为云顶的献议结束时仅掌控了其 73.13% 的股份。

综合来看，这些交易反映了一个反复出现且令人担忧的现象：私有化献议的估值往往偏向大股东，尤其是在未来潜在上行空间尚存的时刻提出。

这些近期的私有化活动凸显了一个长期存在的结构性问题：在大股东影响力根深蒂固的情况下，小股东往往别无选择，只能接受献议。

这类结果并非真正反映估值趋同，而更多源于控制权结构、流动性限制以及缺乏竞争性提案所带来的约束。这进一步凸显了小股东在马来西亚收购框架下持续面临的脆弱处境。

营运开销抑或是私人消费？

德信控股有限公司 (DXN) 以 640 万阿联酋迪拉姆（约合 737 万令吉）购入位于迪拜标志性建筑哈利法塔（世界最高建筑，高 829.8 米）的一套豪华公寓单位，引发了外界质疑这样的支出是否真正符合这家多层次传销 (MLM) 公司的长期业务需求。

这交易之所以备受争议，是因为卖方分别是德信控股的执行主席兼主要股东拿督林孝仁和另一大股东拿汀万伊琳 (Datin Wan Iliyyin Wan Mohd Nazi)。

德信控股解释，此战略性收购意在将哈利法塔这一全球标志性地标纳入其会员激励及生活方式方案，以进一步强化会员参与度及以绩效为导向的奖励生态系统。

更令这笔交易具争议性的是，德信控股在去年曾提出以每年高达 660 万美元（约 2,906 万令吉）的成本，向林孝仁关联公司租用一架湾流 G550 公务机，以拓展全球业务。

当时德信控股到，该公司足迹遍布全球，旗下 13 家制造厂中有 11 家位于海外。拉丁美洲市场贡献了集团 2024 财年总销售额的 57.9%，其次是亚洲市场。

从公务机到豪华公寓，这一连串操作显然暗示着整个奖励体系严重失衡：公司的奖励体系过于倾向集团高层与直销会员，而最终承担代价的，则是小股东。

当家族纷争演变成市场问题

砂查也马特 (CMSB) 、沙布拉集团和永合集团 (Greenyield) 的案例说明，家族纷争如何升级至董事会层面，并最终演变为市场关注的问题。

当管理层精力被内部斗争耗尽时，股东不禁要问：真正应该被关注的事务，是否遭到了忽视？

当中，砂查也马特最能体现董部运作失灵所带来的破坏性影响，例如继承纠纷和兄弟姐妹间的竞争与内耗。

毫无疑问，砂查也马特是观察家族成员间持续内部冲突如何将企业拖入困境的典型案例。这类冲突不仅扰乱日常运作、降低企业价值、侵蚀股东信任，更可能最终危及整个业务。

这场围绕继承权之争的内斗，其根源可追溯至已故公司创始人敦泰益玛目。无论是在他生前或逝世之后，其子——拿督斯里玛目·阿布·贝基尔·泰益和拿督斯里·苏莱曼阿都拉曼泰益及其家族成员——都曾为争夺家族旗舰企业 CMSB 的股份而争执不休。兄弟及家族成员之间不断爆发一连串法律诉讼，使得矛盾全面浮现。

兄弟间的内讧也是沙布拉家族纷争的核心，丹斯里沙里尔和拿督沙里曼为争夺家族私人投资公司沙布拉控股有限公司 (SHSB) 的控制权和资产而战。

沙里尔和沙里曼是 SHSB 的平等股东（各持股 40.5%）。他们共同拥有的公司 兄弟资本有限公司持有 SHSB 的 15% 股份。

2024 年 9 月，沙里曼入禀法庭申请清盘 SHSB，理由是该公司属于家族企业，但家族成员之间的信任已完全破裂，只能通过公平分配资产来解决。然而，身为兄长的沙里尔反对，坚称 SHSB 并非家族企业，而是一家商业实体，双方的矛盾仅是商业九分，而非信任破裂。

最近，家族族长丹斯里沙姆斯丁与儿子沙里尔针锋相对，入禀法庭要求撤销自己在 1997 年赠予 沙里尔的 **1,485 万股 SHSB 股份**。

随着案件在多次庭审、对家庭成员的交叉质询以及失败的和解谈判中持续拖延，不仅私人家事被带入了公开企业领域，更重要的是，家族掌控下的公司里，尤其是小股东的利益也因此被边缘化。

另一方面，在小市值公司方面，由谭氏家族于 1937 年创立的永合（Greenyield），在经历了最近一场涉及谭氏三兄弟排挤其兄弟和侄子的风波后，正开启新的征程。

太多的事后补救措施

今年一个略显不安的趋势是更正公告与勘误（errata）数量偏高，尤其集中在 2025 年第二季度。

错误在所难免，但当纠正变成“例行公事”时，自然会削弱投资者对公司信息质量的信心。

其中最显著的案例之一是 TWL 控股（前身为金虎集团）。该公司的股东陷入困境，因为公司不得不为授予执行主席拿督陈伟联的 1.92 亿股员工持股计划（ESOS）股份列为“事后追认”，而这些股份是在未经股东同意的情况下授予的。

事件起因于公司发现，2025 年 7 月 1 日授予陈伟联的期权，并未事先取得 TWL 股东的批准，因此违反了主板上市条规第 6.06(1) 条文，以及集团 ESOS 章程第 7.4 条。

这两项条款均明确规定：凡向董事、首席执行员、大股东或其有关联人员授予 ESOS 期权，必须事先获得股东大会批准。

此外，MSWG 还发现多家上市公司（例如 广宇工业（PIE）和 Destini）的年度披露信息存在多处不一致之处，暴露这些公司在确保披露准确性与细节把关方面存在严重缺失。

这些疏忽导致了诸多错误，令人质疑其尽职调查的严谨性，并可能进一步削弱股东信任。

冰冻三尺，非一日之寒

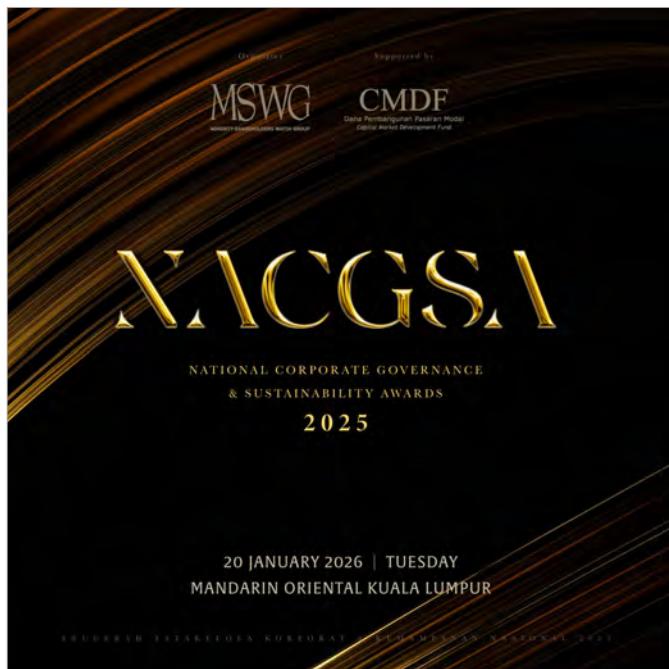
从估值备受争议的私有化与退市，到模糊公司资源与个人利益界限的关联方交易，2025 年的种种事件凸显了控股股东与公众投资者之间长期存在的力量失衡。

家族纠纷蔓延至董事会，更显示私人矛盾如何偏离企业焦点、侵蚀价值。雪上加霜的是，披露错误与事后更正公告不断增加，也对董事会监督、内部控制以及向股东提供信息的可靠性提出严峻质疑。

如果说 2025 年教会了投资者什么，那就是：公司治理往往不是轰然倒塌，而是通过长期积累与渗入。迹象往往悄无声息，藏匿在文件、家族纠纷、关联方交易的辩解和勘误公告中。

当股东们意识到问题时，控制权已经转移，价值已流失，而解释才姗姗来迟。良好的公司治理并非在于高效地纠正错误，而是在于涉及他人资金的情况下，拥有足够的自律，不掉以轻心。

[END]



DISCLOSURE OF INTERESTS

With regard to the companies mentioned, MSWG holds a minimum number of shares in all the companies covered in this newsletter.

DISCLAIMER

This newsletter and the contents thereof and all rights relating thereto including all copyright is owned by the Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti Berhad, also known as the Minority Shareholders Watch Group (MSWG).

The contents and the opinions expressed in this newsletter are based on information in the public domain and are intended to provide the user with general information and for reference only. Best efforts have been made to ensure that the information contained in this newsletter is accurate and current as at the date of publication. However, MSWG makes no express or implied warranty as to the accuracy or completeness of any such information and opinions contained in this newsletter. No information in this newsletter is intended to be or should be construed as a recommendation to buy or sell or an invitation to subscribe for any, of the subject securities, related investments or other financial instruments thereof.

MSWG must be acknowledged for any part of this newsletter which is reproduced.

MSWG bears no responsibility or liability for any reliance on any information or comments appearing herein or for reproduction of the same by third parties. All readers or investors are advised to obtain legal or other professional advice before taking any action based on this newsletter.