

交易凌驾规则



关联方交易可能符合大马交易所的规定，但仍会引发公司治理方面的担忧。过往案例表明，重大风险敞口往往是通过一系列未经股东批准的交易形成的，这不禁令人质疑现有框架是否足够完善。

当只是合规还不够的时候

早在 2022 年，马来西亚证券委员会（SC）就对关联方交易（RPT）进行了一项全市场范围的研究，审查了 2016 年至 2020 年间发布的约 5,500 份 RPT 公告。

在大马交易所上市的公司中，约有一半在五年期间至少发布过一份 RPT 公告，这表明 RPT 已成为市场常态，而非罕见事件。

SC 提醒，RPT，尤其是家族企业内部的 RPT 以及拥有长期独立董事的公司之间的 RPT，可能需要更密切的监督，以确保交易不会损害少数股东的利益。该研究还注意到，在一些 RPT 公告发布前一天，股价出现了异常波动，这表明价格敏感信息有时可能会在公开披露前泄露。

大马交易所（Bursa Malaysia）在 2021 年启动公众咨询后，于 2023 年 5 月对相关规定进行了修订，并作出相应回应。三项主要修订内容如下：

- 披露潜在的利益冲突（COI），包括竞争性商业利益；
- 加强审计委员会对已发生、持续存在或可能发生的利益冲突的监督；以及
- 审计委员会必须披露已审查的利益冲突情况及已采取的缓解措施。

利益冲突披露及其他修订内容也澄清了对部分与关联方交易（RPT）相关的领域。其中，三项改变尤为突出。

首先，上市公司在进行子公司豁免关联方交易时，若触发 25% 或以上的持股比例，且该交易不涉及上市公司或其控股公司的任何关联方利益，则必须遵守大马交易所的上市条规。

此外，脱售资产的定义扩大至包括子公司发行新股导致上市母公司在该子公司的持股比例被稀释的情况。

最后，当子公司进行交易时，持股比例的计算必须使用已支付或已收取的全部对价，而不仅仅是上市公司在该对价中所占的比例。这杜绝了利用少数股权合资企业人为压低持股比例的伎俩。

即便如此，核心机制依然不变。5% 的持股比例仍然会触发独立估值和股东投票，两者同时进行。公司不能再通过将交易拆分成多个部分来“规避”5% 的门槛。大马交易所上市条规第 10.12 条对此有明确规定，允许交易所将同一 12 个月期间内完成的交易合并计算，如同计算一笔交易一样。一旦交易链中的某笔交易获得股东投票，该交易链的总数就会重置。

看似合规实则可疑的交易

这些交易并非一次性悄悄披露，而是分批进行，有时甚至持续数年。所有这些交易都未触犯任何规则。以下案例凸显了家族控股上市公司的争议性问题，在这些公司中，个人利益与公共利益之间的界限往往模糊不清，从而引发潜在的利益冲突和公司治理问题。

2024 年 2 月，怡克伟士 (Ekovest) 以 6680 万令吉的价格将位于彭亨路的 13 块土地出售给了 Airman 有限公司，后者与怡克伟士当时的董事经理丹斯里林景成 (Tan Sri Lim Keng Cheng) 有关联。五个月后，怡克伟士又以 982 万令吉的价格将同样位于彭亨路的另外四块土地出售给了 Airman 有限公司。

怡克伟士声称，这些交易是在双方自愿的基础上进行的。由于每笔交易的金额均低于 5% 的重大性门槛，因此无需独立估值师评估交易对价是否代表公允市场价值。

然而，这些交易时间如此接近，以及表面上如此相似，引发了是否合规的公司治理担忧。

而在成功集团 (BJCorp)，问题则以另一种形式出现。2026 年 5 月 28 日，BJCorp 将其持有的五家上市公司的股份出售给了 Detik Ria 有限公司，这五家公司分别是：成功地产有限公司 (Berjaya Property Berhad，简称 BProp)、成功食品有限公司 (Berjaya Food Berhad)、REDtone Digital Berhad、7-Eleven Malaysia Holdings Berhad 和 Salcon Berhad，交易金额为 3290 万令吉。同一天，BCorp 持股 74% 的子公司 BProp 也将其持有的 7-Eleven Malaysia 1.98% 的股份出售给了 Detik Ria，交易金额为 4385 万令吉。

Detik Ria 与成功集团创始人丹斯里陈志远 (Tan Sri Vincent Tan) 关系密切。数周后，即 2026 年 6 月下旬，BCorp 将其持有的 Citaglobal Berhad 全部 8.64% 的股份以 4256 万令吉的价格出售给了 Detik Ria。

数月之内，丹斯里陈志远控制的上市公司中价值 1 亿 1900 万令吉的股份通过一系列小额转让出售给了关联方。所有这些交易均无需股东批准。

而云顶大马 (GenM) 更能很好地说明关联方投资如何在数年内演变。2019 年，云顶大马以 1 亿 2860 万美元 (约合 5 亿 3880 万令吉) 的价格从建发地产三有限公司 (KH) 手中收购了美国赌场营运商帝国度假村 (Empire Resorts, Inc) 46% 的普通股。

此次收购相当于帝国度假村约 35% 的投票权，此前该公司已将部分优先股转换为普通股。建发地产三是丹斯里林国泰家族的投资工具，仍然是帝国度假村的大股东。

随后，云顶大马和建发地产三通过合资公司 Genting Empire Resorts LLC (GERL) 以每股 9.74 美元的价格将帝国度假村私有化。在 GERL 中，GenM 持有 49% 的股份，建发地产三持

有剩余的 51%。因此，帝国度假村成为云顶大马的联营公司，而建发地产三仍是控制性大股东。

尽管该交易规模庞大且涉及关联方，但无需经股东批准。根据上市规则第 10.12(1)条，云顶大马与关联方之间所有交易的最高累计百分比为 4.01%，低于触发股东批准的 5% 门槛。尽管如此，大马交易所仍就该交易的各个方面向云顶大马提出质询，包括收购价格、负债以及考虑到卖方与其控股家族的关联而采取的保障措施。

双方的关系并未随着首次收购而结束。2020 年至 2024 年间，云顶大马通过一系列优先股认购继续投资帝国度假村并为其提供财务支持。2025 年 5 月，云顶大马同意以 4100 万美元（约合 1 亿 7550 万令吉）的价格收购建发地产三持有的 GERL 剩余 51% 的股份，并接受帝国度假村欠建发地产三的 3970 万美元贷款的转让。此次收购于 2025 年 5 月 31 日完成，使帝国度假村成为云顶大马的间接全资子公司。截至 2025 年 6 月，云顶大马对帝国度假村的累计投资额已达约 7 亿 6600 万美元。

2025 年 10 月，云顶大马的母公司云顶集团（Genting Berhad）发起有条件自愿收购献议要约，拟以每股 2.35 令吉的价格将云顶大马私有化。由于云顶大马持有亏损的帝国度假村，许多人认为该价格偏低。云顶的收购献议最终获得 73.1% 的支持，未能达到 75% 的门槛，因此未能成功。云顶大马目前仍为上市公司。

帝国度假村的故事远不止这些引人注目的收购案。它展现了与关联方的关系如何通过一系列长达数年的交易逐步发展，公司逐步增加其财务投入，最终完全掌控了目标业务。在这六年间，虽然没有一笔交易需要股东批准，但整个交易过程最终转移了对整个公司的控制权，并改变了 GenM 的命运和前景。

公司	分阶段交易价值	大马交易所询问	引发关注的 RPT 治理
怡克伟士和 Airman (2024)	两期交易，总额达 7662 万令吉	无	大宗土地出售价格在自愿买卖的基础上确定，无需独立估值。
成功集团，成功产业和 Detik Ria (2026)	三期交易，涉及五家上市公司的 1.19 亿令吉股份。	无	这种模式可能引发质疑：一系列较小的转让能否在无需股东批准的情况下，达到与较大交易类似的效果。。
云顶大马和帝国度假村 (2019–2025)	已披露的关联方交易和优先股投资总额达 7 亿 6600 万美元	是。该交易存在 20 个问题。	数十亿美元的投资可能损害了少数股东的利益。

我们能否减少备受争议的关联方交易？

这些交易均未违反条规，而这正是它们重要的原因。它们揭示了漏洞在于条规设计，而非执行层面。

大马交易所的关联方交易条规与区域内其他交易所的条规大体相似，基本架构、百分比和汇总门槛几乎相同，但争议交易仍然时常发生。

挑战不仅在于条规本身，还在于交易在提交股东审议之前如何进行结构化设计、评估和质疑。条规手册设定了最低标准，但无法揭示每笔交易背后的意图。

第一道也是最关键的防线仍然是独立董事。他们的职责不应仅限于判断拟议的关联方交易是否达到数值门槛。他们应积极审查交易的商业合理性、定价、时机、交易对象、累积效应以及潜在的利益冲突，尤其是在涉及同一关联方的多笔交易分批执行的情况下。

这也凸显了审计委员会及其监督作用的重要性。审计委员会应更有力地质询管理层，确保关联方交易真正符合公司和所有股东的最佳利益，并审查拟议交易是否会造成表面上或实质上的优惠待遇。

归根结底，条规的作用终究有限。条规可以不断改善和加强，但诚信、独立和挑战管理层的勇气却是无法用文字书写的。

[END]



16 CPD HOURS **IN-PERSON SESSION** **HRD CLAIMABLE**

ENTERPRISE RISK MANAGEMENT (ERM)

Building Organisational Resilience through Structured Risk Oversight

21 & 22 SEPTEMBER 2026
MONDAY & TUESDAY
9.00 AM - 5.00 PM

THE MAJESTIC HOTEL, KUALA LUMPUR



Scan the QR Code for more details



[mswg.org.my](https://www.mswg.org.my)



8 CPD HOURS **IN-PERSON SESSION** **HRD CLAIMABLE**

AML/CFT GOVERNANCE AND BOARD OVERSIGHT

Understanding Risk, Regulatory Expectations, and Leadership Accountability

24 SEPTEMBER 2026
THURSDAY
9.00 AM - 5.00 PM

AICB CENTRE OF EXCELLENCE, KUALA LUMPUR



Scan the QR Code for more details



[mswg.org.my](https://www.mswg.org.my)



The Institute of Internal Auditors Malaysia

IAMNC 2026

NATIONAL CONFERENCE

**DESIGN Resilience
BUILD Trust
LEAD the Future**

21 & 22 SEPTEMBER 2026 | KUALA LUMPUR CONVENTION CENTRE



Supporting Partner: MSWG

CGI GLOBAL GOVERNANCE SUMMIT 2026

Organised in conjunction with the MAICSA Annual Conference

KLCC CONVENTION CENTRE KUALA LUMPUR, MALAYSIA
22 & 23 SEPTEMBER 2026

REGISTER NOW!



SCAN ME

18 CPD HOURS (Physical) **16 CPD HOURS (Virtual)** **HRD CLAIMABLE**

www.maicsa.org.my
www.cgi-global.org

[@MAICSA](https://www.facebook.com/maicsa)
conference@maicsa.org.my



CORPORATE MEETINGS
by Evolve

An MSWG Corporate Subscribers'

Exclusive Invitation



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.