MSWG
MINORITY SHAREHOLDERS WATCH GROUP

The Observer
MSWG 官方周报

2026年10月30日 | 星期五



平衡之道

香港交易所最新发布的咨询文件为重新思考如何监管关联交易提供了一个契机。马来西亚能否在保护小股东权益和促进公司高效营运之间找到更好的平衡点?

香港改变规则：马来西亚是否应该重新考虑关联方交易（RPTS）？

关联方交易（RPT）一直是公司治理中一个备受争议的话题。它们并非一定不合规，也并非总是损害股东利益。事实上，许多关联方交易都是合法的商业安排，有助于公司高效营运。

问题在于，当公司的利益与控股股东、董事或其他关联方的利益不一致时，情况就变得复杂起来。

这正是关联方交易特别敏感之处。一项交易可能符合所有监管要求，但仍会让小股东质疑其是否真正符合公司的最佳利益。



在 2026 年 9 月 4 日出版的《观察家报》中，我们重点指出，一系列关联方交易，即使每笔交易的金额都低于规定的门槛，也可能在无需股东批准的情况下，共同造成巨大的财务风险。这篇文章提出了一个令人不安的问题：如果交易符合规则，但仍然引发合理的治理担忧，那么这些规则本身是否足够有效?

或许现在是时候重新审视这个问题了。香港交易所（HKEX）最近发布的一份咨询文件恰好为此提供了一个契机。

当合规性并不是全部真相

我们之前的文章分析了涉及马来西亚上市公司的几项交易，其中包括怡克伟士（Ekovest）、成功机构（BJCORP）和 云顶大马（GENM）。

以怡克伟士为例，该公司在 2024 年通过两笔交易向关联方出售了多块土地，总对价约为 7662 万令吉。由于这些交易金额低于相关重大性门槛，因此无需进行独立估值或获得股东批准。

成功机构及其子公司成功产业（BPROP）也于 2026 年进行了一系列向关联方出售股份的交易。这些交易总额约为 1.19 亿令吉，同样未经股东批准。

或许最引人注目的例子是云顶大马对美国帝国度假村（Empire Resorts） 的投资。这项始于 2019 年的关联方投资，最终演变为一系列收购和数年的财务承诺。截至 2025 年 6 月，云顶大马对帝国的累计投资已达约 7.66 亿美元。

然而，这些单一交易并未触发适用的关联交易门槛，因此无需股东批准。这些例子本身并不能构成不当行为或违反监管规定。事实上，这正是我们之前文章的重点所在。

人们担心的是，主要关注单一交易门槛的监管框架是否能够充分反映一系列关联交易的累积经济影响。

一宗交易单独来看可能显得规模不大。但随着时间的推移，多笔此类交易可能会对公司的财务状况、风险敞口或业务方向产生重大影响。

因此，问题不仅仅在于公司是否遵守了规则，更在于这些规则是否能够充分保护股东，免受这些规定原本旨在防范的风险所带来的损害。

马来西亚目前如何监管关联方交易

根据大马交易所主板上市规则第 10 章，关联方交易根据其规模和性质承担不同的监管义务。

一般上，除特定的例外情况外，持股比例达到 0.25%的关联方交易必须予以披露。若持股比例达到 5%，公司必须获得股东批准并委任独立顾问评估该交易。利益相关的关联方须回避对相关议案的表决。

对于持股比例达到 25%的较大非经常性关联方交易，则适用额外要求，包括委任认可的首席顾问。相关规定还允许将某些交易在 12 个月内合并，以防止公司通过将交易分拆成小份来规避监管要求。

同时，经常性关联方交易（RRPT）——通常指日常营运所需的收入或交易——则适用不同的规定。公司可就符合条件的经常性关联方交易获得股东一般授权，从而无需每次单独申请批准即可进行此类交易。但是，该授权必须每年更新，并需进行相应的披露和其他保障措施。

这一框架发挥了重要作用。它承认关联方交易存在潜在的利益冲突，同时又为普通商业交易提供了一定的灵活性。但是，目前对经常性交易和非经常性交易的区分，以及现有的审批门槛，是否仍然是最有效的方法?

香港加入讨论

2026 年 9 月，香港交易所发布《上市框架竞争力检讨（第二阶段）》咨询文件，提议对公司交易的监管框架进行重大调整。

其目标是在维持适当投资者保护的同时，提升香港上市市场的竞争力和吸引力。建议将重大交易需经股东批准的门槛 25%提高至 50%。介于此门槛之间的交易通常只需进行更严格的信息披露，无需股东批准。

香港交易所还建议取消利润比率作为交易规模的衡量标准，并将对价比率修订为采用市值或净资产值两者中的较高者。

对于香港的关联方交易，一项值得关注的提议是将用于识别关联附属公司的持股门槛从 10%提高至 30%。这将有效地将某些交易从关联交易制度中移除，前提是关联人士在附属公司中的权益低于新的门槛，除非另有其他分类依据。

另一项提议允许将符合条件的持续性关联交易的年度上限以收入或其他经审计财务项目的百分比表达，而不仅仅以固定金额表示。

香港交易所还提议加强交易披露，以便为股东提供更完善的估值、财务影响和交易商业理由方面的信息。

重要的是，建议将重大交易门槛提高至 50%并不意味着取消关联交易的独立股东批准。这两种监管制度必须区分。

然而，总体方向是明确的。香港交易所正在探讨是否可以简化一些监管要求，更加强调信息披露、董事部责任和适当的监督。这是一项重要的政策讨论，值得香港以外的地区关注。

事项	现有要求	拟议变更
重大交易	当交易规模达到 25% 时，通常需要股东批准。	将大多数交易的门槛提高到 50%，对于 25% 到 50% 之间的交易，用加强披露取代股东批准。
盈利比率	用于确定交易规模的财务测试之一。.	取消盈利比率，以避免因盈利异常低而导致监管要求过高。
对价比率	交易对价与公司市值对比。	以市值或净资产值两者中较高者为主。
关联子公司	如果关联人士持有子公司至少 10% 的投票权，则该子公司可被视为关联公司。.	将阈值提高到 30%，可能会将某些交易排除在关联交易机制之外。
持续的关联交易	年度交易限额必须以货币金额来表示。	允许将符合条件的年度上限表达为收入或其他经审计的财务项目的百分比。
交易披露	现行公告和通告披露要求	加强对交易理由、估值、财务信息和交易影响的披露。

减少监管就一定更好吗?

港交所的提议不无道理。监管要求确实会带来成本。准备通告、获取独立意见以及召开股东大会都需要耗费大量时间和资源。

对于日常业务交易而言，这些要求有时可能会造成不必要的延误，却无法为股东带来相应的利益。

但问题还有另一面。

股东批准并非仅仅是一项行政程序，而是一项重要的公司治理保障措施，尤其是在交易涉及潜在利益冲突的情况下。

信息披露让股东了解公司的意图。股东批准则赋予他们可以影响交易是否进行的机会。

两者各有其目的。此外，董事部的独立性也是一个问题。更加依赖董事部监督的前提是，独立董事拥有足够的权力和意愿来质疑涉及控股股东的交易。即使这一假设并非总是成立，尤其是在股权高度集中的市场中。

事实上，股东对公司交易的高批准率不应自动被解读为此类批准不必要的证据。获得批准的要求本身可能会促使董事部更加谨慎地进行谈判，并以更负责任的方式促成交易。

换言之，股东批准可能具有难以衡量的预防作用。因此，监管改革不应仅仅提高门槛或降低合规要求。最重要的问题是，我们是否以准确的方式监管了准确的风险。

或许我们应该彻底重新思考处理方式

与其质疑关联方交易门槛是否应该提高或降低，或许我们首先应该重新审视不同类别的关联方交易该如何处理。一个值得探讨的方案是，更清晰地区分普通商业交易和涉及关联方的特殊交易。

假设一家制造业的上市公司定期从其控股股东拥有的企业采购原材料。这些采购对其营运至关重要，全年持续进行，并遵循正常的商业条款。

那么，是否应该要求股东每年重新批准此类交易，尤其是在交易安排基本保持不变的情况下？充分的信息披露、独立的董事部监督、透明的定价政策和定期审查能否提供有效的替代方案？

同样的问题也适用于那些最初作为一项新的商业安排，但显然旨在成为一项经常性交易的关联方交易，例如长期供应或分销协议。

如果交易确实属于日常业务营运的一部分，或许可以从一开始就将其视为关联方持续经营交易（RRPT），但需符合相应的资格标准和保障措施。

在这种模式下，符合条件的关联方持续经营交易和拟成为经常性交易的日常经营交易无需例行股东批准即可进行。这将有别于马来西亚现行的年度股东授权机制。然而，一次性交易的处理方式则截然不同。

如果上市公司拟收购企业、脱售重大资产、提供巨额财务援助或进行其他涉及关联方的特殊交易，一旦达到规定的重大性门槛，独立股东批准仍应是一项重要的保障措施。

此类交易可能涉及复杂的估值、重大财务承诺或潜在的不可逆转的价值转移。

这些交易也更有可能涉及公司利益与其关联方利益可能出现冲突的决策。在这种情况下，股东应保留在交易进行前对其进行审查和批准的权利。

原则很简单：日常商业决策不应受到不必要的负担，但涉及潜在利益冲突的重大交易应继续接受股东的有效监督。

保障措施必须保留

当然，这种做法也存在风险。仅仅因为管理层将某项交易描述为经常性交易或打算重复进行，就不应使其符合豁免条件。

否则，公司可能会将特殊交易重组为经常性安排，以规避股东批准。明确的资格标准必须区分真正的日常商业交易和会造成重大利益冲突的安排。

定价必须公平合理且具有商业正当性。审计委员会应积极监控交易，包括其累计价值以及公司对关联方的依赖程度。此外，还必须加强信息披露，尤其是在交易量或定价安排发生重大变化时。

重要的是，应建立机制，要求在符合条件的经常性安排规模异常庞大、性质发生重大变化或存在更高的价值转移风险时，获得独立股东的批准。

我们还应考虑涉及同一关联方的交易的累积效应，包括跨越多个财政年度的安排。其目的并非取消保障措施，而是引导监管机构关注那些对小股东构成最大风险的交易。

这种方法需要仔细研究。适当的实质性门槛、资格条件和监督机制都需要进一步考虑。此外，或许还有必要探讨是否应该对某些类型的交易，无论其规模或频率如何，都施加更严格的要求。

这些问题并不容易回答，因此值得进行更广泛的讨论。

是时候开始对话了

香港的咨询不应被视为马来西亚现成的模式。马来西亚市场有其自身特点，包括大量家族控股和股权集中的公司。任何监管改革的有效性都必须根据这些现实情况进行评估。

然而，香港交易所提出了一个重要问题：如何在不损害投资者保护的前提下提高交易监管的效率？马来西亚也应该提出同样的问题。

或许现在是时候让大马交易所、证监委员会、上市公司、机构投资者、企业顾问、公司治理专业人士和小股东权益监管机构（MSWG）齐聚一堂，就关联交易（RPT）监管的未来展开专门讨论。

一系列行业圆桌会议或一次重点咨询可以为审视现有框架的优势和局限性、考虑国际发展趋势以及探索替代方案，以提供一个有效的平台。

拟议区分常规商业关联交易和重大一次性关联交易，可以作为讨论的起点。这是一个需要检验、质疑和完善的想法，而非最终定论。

其他可能性也可能出现，例如更严格的累计交易评估、差异化的重大性门槛以及更有效的独立监督。归根结底，监管的目的并非增加程序，而是为了保护投资者、促进公平交易并维护资本市场的信心。

如果某些要求在未能显著改善股东保护的情况下增加了成本，我们应该做好重新考虑的准备。同样的，如果现有规则允许重大经济风险在缺乏充分审查的情况下产生，我们也应该做好加强这些规则的准备。

挑战在于找到合适的平衡点。香港已经开始讨论其交易规则，或许马来西亚也应该开始自己的步骤。

毕竟，问题不在于我们需要更多规则还是更少规则，而在于我们是否拥有合适的规则。

[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.