RDS
ADVOCATES & SOLICITORS

In Alliance with
德恒律师事务所
DeHeng Law Offices



马来西亚上市框架再校准：证券委员会市场分层检讨下的主要建议

19 November 2026

For more information, please contact:

Chia Loong Thye
ltchia@rdslawpartners.com

David Lee Lai Huat
david.lee@rdslawpartners.com

Falisa Abu Bakar
falisa@rdslawpartners.com

Hurriyyah Kamaruzzaman
hurriyyah@rdslawpartners.com

Kamilah Kasim
kamilah@rdslawpartners.com

Lim Sheh Ting
shehting@rdslawpartners.com

Michele Kythe Lim
michele@rdslawpartners.com

Ooi Bee Hong
beehong@rdslawpartners.com

Raphael Tay Choon Tien
raphael@rdslawpartners.com

Tan Gek Im
gekim@rdslawpartners.com

Teo Siang Ly
siangly@rdslawpartners.com

Yap Wai Ming
waiming@rdslawpartners.com

2025 年 11 月，马来西亚证券委员会（“**SC**”）发布第 4/2025 号公众咨询文件 - 《市场分层检讨》（“**咨询文件**”），建议对适用于马来西亚证券交易所（Bursa Malaysia）主板（Main Market）及 ACE 市场（ACE Market）的上市框架作出有针对性的优化调整。有关建议属于 SC 加强市场分层、提升投资者保护及确保马来西亚资本市场持续具备竞争力并与市场发展趋势保持一致的整体举措之一。

该咨询文件基于对 2009 年上一次重大上市制度改革以来上市趋势的全面检讨。根据 SC 的观察，上市申请人的财务表现往往超越现行主板上市资格门槛，导致主板与 ACE 市场之间的区分度减弱。因此，本次建议旨在强化不同市场板块的定位，同时继续确保不同发展阶段的企业均可获得适当的资本市场融资渠道。

本文就咨询文件中的主要建议进行概述，并说明其对发行人及专业顾问的潜在影响。

提升财务门槛及上市质量

主板旨在作为具备可证明经营纪录、财务实力及业务规模的企业之主要上市平台。现行制度提供多种上市途径，包括盈利测试（profit test）、市值测试（market capitalisation test）以及基础设施项目公司（“IPC”）测试。咨询文件主要集中于调整盈利测试的门槛要求。

（一）盈利门槛的调整

根据现行盈利测试，申请人须满足最低税后盈利要求，包括按累计及最近财政年度计算的盈利门槛。SC 现建议提高有关门槛，以更贴合当前市场环境及发行人情况。SC 的检讨显示，近年来较小型主板发行人的上市时平均市值已有显著增长。此外，过去数年提交至 SC 审阅的 IPO 申请亦显示，多数主板申请人的盈利水平明显高于现行最低要求。因此，现行盈利门槛已难以有效区分发行人的成熟程度及规模。

咨询文件亦指出，相当比例的 ACE 市场 IPO 申请人在申请时，已可符合主板盈利测试或市值测试的要求。这种重叠在 SC 看来削弱了两个市场之间的清晰区分。因此，提高盈利门槛旨在强化主板作为具备更成熟业务及更强财务指标企业平台的定位。

根据建议，最近财政年度的最低税后盈利要求及累计盈利要求均将上调，同时盈利纪录年期将统一为提交申请前连续三个完整财政年度。现行要求中关于盈利纪录必须连续不间断的条件亦建议取消，从而在整体符合盈利表现的前提下提供一定灵活性。

（二）营运现金流评估的灵活性

除盈利门槛调整外，咨询文件亦建议在营运现金流评估方面引入更具灵活性的处理方式。

正向营运现金流一直被视为衡量营运可持续性及盈利质量的重要指标。然而，SC 亦承认部分业务类型，特别是科技驱动、平台型或创新导向企业，即使在早期或扩张阶段未能产生正向营运现金流，仍可能具备可行及可扩展的商业模式。

基于此，SC 建议不再将营运现金流作为严格的资格性条件，而是作为评估整体业务可行性及财务稳健性的多个指标之一。此举旨在避免仅因现金流实现时间差异而排除具备增长潜力的优质发行人，同时保留监管机构对整体财务韧性的综合判断空间。

（三）基础设施项目公司（IPC）测试的灵活化安排

咨询文件亦就 IPC 测试提出修订建议。现行 IPC 测试为基础设施类发行人提供主板上市替代路径，适用于符合特定项目及特许经营条件的企业，其中包括最低项目成本 500,000,000 令吉的要求。

SC 指出，IPC 框架最初是为大型单一基础设施项目而设计。然而，当前许多可再生能源及转型相关基础设施项目往往以多个规模较小但具商业意义的项目组合形式出现。尽管单个项目可能低于 500,000,000 令吉，但整体而言仍具备显著运营规模。

为应对此结构性变化，SC 建议允许将符合条件的可再生能源项目进行合并计算，以判断是否达到最低项目成本门槛。为确保质量及实质性，每个纳入合并计算的项目仍须达到最低规模要求，且有关项目须属于同一类别的可再生能源来源。

此项建议旨在使 IPC 机制更符合当前商业现实，同时继续支持具实质规模的基础设施上市，并与能源转型及可持续发展融资的政策目标保持一致，从而促进具规模的可再生能源平台进入资本市场融资。

主板上市条件建议修订摘要

资格条件	现行框架	建议修订
最近财政年度税后盈利	最少 600 万令吉	最少 1500 万令吉
累计税后盈利	最少 2000 万令吉	最少 3000 万令吉
盈利纪录	3 至 5 个完整财政年度	提交前连续 3 年完整财政年度
营运现金流	一般要求为正向营运现金流	提供更大灵活性
市值测试	上市时市值最低 5 亿令吉	无变动
IPC 测试	项目成本最低 5 亿令吉，并受特许经营及营运条件约束	允许可再生能源项目组合合并计算（受条件限制）

强化以保荐人为核心的成长型平台

与主板制度调整同步，SC 亦就 ACE 市场制度提出改革建议，旨在强化其作为成长型、以保荐人（sponsor）为核心的上市平台定位，并减少市场板块之间的监管套利空间。

（一）转板至主板前的最低上市年期

现行制度允许 ACE 市场发行人在符合主板上市条件后申请转板，且未设定最低上市年期限制。

SC 建议引入至少两个完整财政年度的最低上市年期要求，方可提交转板申请。此举旨在确保发行人在保荐人制度下维持足够时间，以建立公开市场纪录、展示营运韧性并强化企业管治。

该建议亦回应 SC 的关注，即 ACE 市场不应仅作为通往主板的捷径。

（二）保荐人职责及持续合规要求

ACE 市场制度以保荐人为核心，由获批准的保荐人在上市评估及上市后持续监督中发挥关键把关作用。

咨询文件建议取消某些在发行人符合主板量化标准时可豁免的持续保荐人合规要求。根据建议，即使发行人符合主板财务标准，亦不会自动削弱其在 ACE 市场下的保荐人监管义务。

此举旨在进一步明确两个市场之间的结构性差异，并强调 ACE 市场的监管要求并非仅取决于发行人规模或盈利水平。

（三）指定股东禁售期机制强化

SC 亦建议强化适用于 ACE 市场 IPO 发行人指定股东的禁售期（moratorium）安排。根据建议，禁售义务将更全面地适用于指定股东的持股，并设有分阶段释放机制。其政策目标在于促进股东长期承诺、协调利益一致性，并维持上市后市场稳定。

有关措施被视为投资者保护机制，以增强市场对新上市 ACE 市场发行人的信心，并促进上市后市场交易有序进行。

ACE 市场框架建议修订摘要

资格条件	现行框架	建议修订
财务门槛	无盈利/收入/营运纪录要求	维持以保荐人判断为基础的准入制度
上市模式	保荐人主导的准入及持续监督	保荐人制度维持并强化
转板前年期	无最低年期限制	至少 2 年完整财政年度
保荐人相关豁免	在符合主板条件时可适用若干豁免	建议取消部分豁免，维持保荐人持续监管
禁售安排	现行禁售机制	加强及分阶段释放机制

板块纪律	主要依赖满足主板条件转板	加强结构性限制以维持板块区分

结语

SC 的市场分层检讨体现出进一步强化主板与 ACE 市场区分的政策方向，并同步调整上市门槛、转板机制及保荐人监管框架。有关建议旨在强化市场板块定位、提升投资者信息清晰度，并确保上市标准与现行市场规模及发行人结构保持一致。

对于主板而言，盈利门槛上调及资格评估优化显示其将继续作为具备较强财务实力及成熟业务基础企业的主要上市平台。同时，市值测试及 IPC 机制的保留亦反映监管机构在面对不同商业模式时仍保留一定灵活性。

对于 ACE 市场而言，最低上市年期、禁售机制强化及保荐人职责维持，均显示其将继续作为以成长性及保荐人为核心的上市平台，而非单纯过渡市场。

如获落实，有关建议将对 IPO 规划、资格评估、交易结构及上市时间表产生实际影响。拟上市企业及其顾问应更早评估板块选择及上市准备，并将拟议的年期及合规要求纳入整体上市规划之中。

企业及专业顾问应持续关注 SC 在咨询程序后的最终定案，以及相关《上市要求》(Listing Requirements) 及监管文件的相应修订。

This publication is for educational and informational purposes only and is not intended and should not be construed as legal advice.

KUALA LUMPUR
Level 16, Menara 1 Dutamas No. 1, Jalan Dutamas 1, Solaris Dutamas, 50480 Kuala Lumpur
T: +603 6209 5400
F: +603 6209 5411
enquiry@rdslawpartners.com

PENANG
Suite S-21E & F21st Floor, Menara Northam, No. 55, Jalan Sultan Ahmad Shah, 10050 Penang
T: +604 370 1122
F: +604 370 5678
generalpg@rdslawpartners.com

JOHOR BAHRU
8-35, Menara Delima Satu, Jalan Forest City 1, Pulau Satu, 81550 Gelang Patah, Johor Bahru
T: +607 585 6414
F: +607 509 7614
generaljb@rdslawpartners.com