

新「会社法」の投融資プロジェクトに対する影響

2024年2月

概要

2023年12月29日、幾度も改正審議を経た「中華人民共和国会社法」（以下、新「会社法」）が正式に公布され、2024年7月1日からの施行が発表されました。PwC はこれまでも、新「会社法」の主要改正点を整理、解説してきました。過去リリースの「改正中国会社法の重要な条項とその影響に関する解説」にて整理、解説している通り、現行会社法と比べ新「会社法」では、株主の出資責任強化、持分譲渡取引に係る制度の整備、董事・監事及び上級管理職の責任強化、コーポレート・ガバナンスなどのあらゆる面で大きな改正がなされています。これらの改正は、新「会社法」施行後の投融資、M&A 取引、並びに投融資完了済みプロジェクトの管理及び撤退のいずれに対しても深い影響を及ぼします。今回は新「会社法」が投融資取引にもたらす主な影響について、投資家の観点から概括的に分析を行い、幅広い投資家の方々への参考に供します。

対象企業の登録資本出資が完了しているかどうかの検証

増資と持分譲渡は、投融資取引において最もよく見られる 2 大投資方式です。増資の場合、投資家は対象企業の追加登録資本を引受けることで、その企業の株主となります。持分譲渡の場合、投資家は既存株主が譲渡する持分を譲り受けることで、その企業の株主となります。第 47 条を例にすると、新「会社法」では資本の充実がより強化されており、企業の旧株主が登録資本の出資義務を完了していない場合、投資家にとってはリスクがより高まることを意味します。具体的には以下の通りです。

- (1) 譲渡者が出資を引受けながら出資期限が到来していない持分を譲渡する場合、譲受者（投資家）が当該出資義務を負うこととなります。また投資家が期限通り出資を払い込まなかった場合、譲受者（投資家）が期限通り払い込まなかった出資部分に対してのみ、譲渡者は補充責任を負うこととなります。
- (2) 譲渡者が譲渡する持分が、出資を引受け済みで、かつ出資期限が既に到来している場合、譲渡者と譲受者（投資家）は、出資が不足している範囲内で連帯責任を負うこととなります。
- (3) 譲渡者が非貨幣性財産で形成された持分を譲渡するものの、当該非貨幣性財産の実際価値が出資引受金額を著しく下回る場合、譲渡者と譲受者（投資家）は出資が不足している範囲内で連帯責任を負うこととなります。

新「会社法」に基づく、上記第(2)及び第(3)の状況において、投資家が当該状況を把握しておらず、かつ把握していないことに合理的な理由がある場合、責任の負担は不要となります。しかし、新「会社法」では、企業に対し、その出資状況について公示するよう要求していることから、投資家が譲渡者(株主)の出資未了の事実を知らなかったとする合理的な理由が自らにあることを証明することは難しいと考えられます。従い、投資家は投資前のデューデリジェンス実施の中で、旧株主、特に創業メンバーの出資状況、出資方式(貨幣性または非貨幣性出資)、出資の払込及び未払込比率、出資計画及び出資アレンジメントなどを十分注視する必要があります。このほかベンチャー企業、特に科学技術企業においては、創業メンバーが技術や知的財産権などを用いた非貨幣性出資を行うケースがよく見られます。これまで当該非貨幣性出資に対して専門的な評価が行われるケースは比較的少なく、投資家は創業メンバーの業界の市場規模や成長可能性に対する評価を追加で行うことで、しばしば紛争を避けていました。新「会社法」の施行後は、状況を見ながら非貨幣性出資の実際価値を評価し、必要な場合は第三者バリュエーション及び验资機関のサポートを受ける必要があると考えられます。

投資対象企業の出資状況を把握後、投資家は、取引アレンジメント及び正式取引文書の中で、各状況へどう対応するかを考慮する必要があります。具体的には、取引文書の中で譲渡する出資部分の払込状況を明確化する、譲渡対価から出資未払込部分を控除する、またはクローリングの先決条件として譲渡者に払込義務の履行完了を要求するなどがあります。

従業員持株制度の設計及び実施

投融資取引、特に早期の段階にある投資プロジェクトにおいては通常、投資家は創業メンバーと検討を行い、従業員持株制度を今後の従業員インセンティブプランの実施主体として設置することがあり、通常の場合、持株制度が10~20%の比率で持分を留保します。実務上、持株制度は有限パートナーシップ企業で選択されることが多い形式であり、創業メンバーが一般パートナー、インセンティブ対象従業員が有限パートナーとなります。従業員は一定の期間及び業績要求の達成後、一定の期間(通常3~6年)内にその持株制度における持分が分割授与される、または現金化することができます。従業員インセンティブプランの具体的アレンジメントにおいて、従業員の持株制度に対する出資、及び持株制度の企業に対する出資がインセンティブプランに基づき行われる一方、出資払込期限についてその他の追加の定めがない場合、実際の出資払込期間が5年を超過する事態を招く可能性があります。このような場合、新「会社法」の出資期間要求との間で一定の齟齬が生じる可能性があります。

新「会社法」では会社設立日から5年以内に、引受けた出資の払込を完了するという要求が示されています。これに対し、持分インセンティブをまだ実施していない企業においては、相当量の持分の付与を一度に行わず、インセンティブプランの実施計画及び期間に基づきオプションプールを徐々に拡充することで、留保持分の出資払込期限が、新「会社法」が規定する払込期限より遅くならないよう調整することが考えられます。持分インセンティブを既に実施している企業においては、従来のインセンティブプランにおける権利行使時期が新「会社法」が規定する払込期限より遅い場合、インセンティブ対象に権利を事前行使して引受額を払うよう要求する、またはインセンティブ対象が権利を行使していない持分を減資、抹消し、インセンティブ対象の権利行使後に改めて会社全体で持分を増加させるという対応が考えられます。ただし、このような方式では、登録資本金額の頻繁な変動を一定程度招きます。企業は、持分インセンティブプランの代替案を検討することも考えられます。具体的には、プランの具体的アレンジメントを考慮し、創業メンバーなどの関連株主が払い込む資金を事前に負担し、持分の付与または現金化を待つ持分譲渡を行い、双方の資金負担義務を合理的に分担することが考えられます。譲渡価格を明確化し、企業または個人の税務上の影響を同時に考慮することで、インセンティブ効果が発揮されるとともに、双方の法的利益を保護することができます。

取引価格の分割払い

多くの合併企業の設立、M&A取引及び再編取引では、取引金額が大きく、取引期間が長期にわたり、取引プロセスが複雑でかつ多くの承認プロセスが必要であることから、買収者または投資家はしばしば、企業の資金需要または取引マイルストーンに基づく取引代金の分割払いを選択します。現行会社法の完全引受制においては、関連当事者の払込期限を十分に長く設定しておきさえすれば、当該アレンジメントでは実質的なリスクは通常ありませんでした。しかし払込期限を5年と規定、要求する新「会社法」にお

いては、持分譲渡における分割払いアレンジメントには、主管政府部門の規定及び関連実務全般を考慮する必要があります。PwC は国務院または市場監督管理総局が今後制定する具体的実施弁法について、注視して参ります。

このほか譲渡者が払込を完了せずに持分を譲渡する場合、譲渡者は、譲受者（投資家）との連帯責任を含むあらゆる責任に基づく負担を避け、その出資義務を果たすため、譲渡価格の一部先行払いを要求する可能性があります。このような場合、双方は取引文書の中で先行払い代金の用途及び保管の確実性について、必要な約定を行うべきでしょう。

株主名簿の重要性向上

株主名簿は現行会社法において既に、株主がその株主としての権利を行使する根拠であると明確にされています。いくつかの大型プライベート・エクイティファンドの投資プロジェクトにおいては、変更後の投資家を含めた株主名簿、出資証明、会社定款及び内部決議文書の発行は全て、投資対象企業のクロージングの先決条件またはクロージング日の実施事項に属しています。しかし、多くのプロジェクトの実務においては、投資家または投資対象企業は、会社定款及び会社決議をより重視する一方、株主名簿などのその他の文書は疎かにしているケースが見受けられます。新「会社法」では、株主地位の証明に対する株主名簿の重要な意義を強調しており、投資家はその株主としての身分を確認し、株主としての権利を享受するためにも、企業へのクロージング日における株主名簿の提供要求を明確にする必要があります。投資対象企業についても、株主名簿の適切な保管に注意し、持分譲渡取引の発生時、取引双方の名簿更新に適時に協力する必要があると考えられます。

買戻し方式による撤退制限

投資家における投資撤退の方式には通常、IPO、売却、買戻し及び清算などがあります。買戻し方式については、よく見られる手法として、企業による買戻し、及び創業メンバーによる買戻しがあります。買戻しのトリガー条件は、プロジェクトごとにやや異なります。新「会社法」では、株主が企業に対し合理的価格によるその持分買戻しを要求する具体的状況が追加されています。

- (1) 支配株主が権利を濫用し、企業またはその他株主利益に深刻な損害を与えている
- (2) 企業と支配株主が合併する（支配株主が当該企業の持分 90%以上を保有）

このほか新「会社法」第 224 条では、「企業の減資については、株主の出資比率または持分保有比率に応じて出資額または持分を相応に減少させなければならない。法律に別途規定がある、有限責任会社の全株主間に別途約定がある、または株式会社の定款に別途規定がある場合を除く」と規定しています。理論上、「有限責任会社の全株主間に別途約定がある」という表現形式は、定款約定、株主間契約約定、または株主総会の一致決議と同様の意味の表現であるとみなすことができます。しかし実務においては、企業の工商登記処理時にはテンプレートに基づく会社定款しか提出が認められないことから、一部企業では株主間契約の内容を会社定款の中に反映することができず、株主間契約、または創業メンバーと投資家が締結する投資契約の中でしか反映することができません。実務において、関連株主は、買戻しまたは減資の税務上の影響についても全面的な評価を行う必要があります。

持分比率に応じた按分に基づかない減資による撤退方式を希望する投資家は、株主間契約の中で買戻し条件について詳細かつ全面的に約定し、買戻し主体、買戻し方式を明確にし、全株主で締結するよう提案いたします。持分譲受で投資家が（当該企業以外の）譲渡者と個別に譲受契約を締結する際に、企業が持分買戻しを行うことが含まれている（買戻し条項（取得条項）が含まれている）場合でも同様に、買戻し事項について全株主が締結した文書による裏付けを取得しておく必要があるでしょう。株主間契約の約定を定款の中に反映できない場合、左記定款とは別の社内用の規約を作っておく、または最低限、株主間契約における関連約定が定款条項との間に矛盾が生じないようにしておく必要があります。さもないと、買戻し実行プロセスにおいて、全株主を招集して会議を行うことで協議及び時間コストが増加することとなり、株主の買戻しにリスクを残すこととなります。

投融資完了済みプロジェクトの再レビュー

新「会社法」の施行後、既存企業のコーポレート・ガバナンスに係る各規定をどう処理するかは、政府部門の追加規定による明確化を待つ必要があります。いずれにせよ投資家が投融資完了済みプロジェクトに対し、コーポレート・ガバナンス、董事会の構成及び権限、上級管理職の配置などについて、新「会社法」の規定に従った調整を希望する場合、当該投融資完了済みプロジェクトの会社定款及び取引文書をレビューし、法律及び契約約定を満たす範囲内でその他株主と協議、確定していくこととなるでしょう。

新「会社法」がもたらす変革は全面的であり、PwC は今後も新「会社法」の変動がもたらす影響を注視し、関連トピックについて専門的見解を提示し、皆様へ総合的サービスを提供して参ります。

関連リンク

[改正中国会社法の重要な条項とその影響に関する解説](#)

[新「会社法」に係る税務上の検討事項](#)

お問い合わせ

本稿で取り上げた内容が貴社に与える影響などについてご質問等がございましたら。下記の担当者まで随時ご連絡ください。

PwC 中国



王景
PwC 中国税務ビジネス及びコンプライアンスパートナー
電話: +86 (10) 8553 1566
メール: jingjm.wang@cn.pwc.com



蒋亮
PwC 中国税務ビジネス及びコンプライアンスパートナー
電話: +86 21 2323 8873
メール: liang.ljiang@cn.pwc.com



劉晏来
PwC 中国内地及び香港地区 PE ファンド業務主管パートナー
電話: +86 (10) 6533 8863
メール: roger.liu@cn.pwc.com



倪智敏
PwC 中国内地及び香港 M&A 税務サービス主管パートナー
TEL: +852 2289 5616
Mail: jeremy.cm.ngai@hk.pwc.com



蒋俊
PwC 中国北区 M&A 税務サービス主管パートナー
TEL: +86 (10) 6533 2220
Mail: josephine.jiang@cn.pwc.com

程偉賓弁護士事務所



贺墨亭 (Martyn Huckerby)
アジア太平洋地域競争法ビジネス責任者、程偉賓弁護士事務所
電話: +852 2833 4918
メール:
martyn.p.huckerby@tiangandpartners.com

关注新《公司法》对投融资项目的影响

二零二四年二月

内容摘要

2023年12月29日，经多轮审议修改的《中华人民共和国公司法》（新《公司法》）正式发布，并宣布于2024年7月1日起正式施行。普华永道此前已经整理并概述了新《公司法》的主要修订亮点。如前文所述，相较于现《公司法》，新《公司法》在强化股东出资责任、完善股权转让原则、强化董事、监事以及高级管理人员责任、健全公司内部治理等方面均做出重大更新。这些方面的更新对于新《公司法》生效后的投融资并购交易以及已完成项目的管理和退出，都会产生深远的影响。本次普华永道就新《公司法》对投融资交易带来的主要影响，从投资人角度进行一些简要分析，供广大投资人参考。

需更加注意标的公司注册资本出资是否完成

投融资交易中，增资与股权转让是最常见的两种投资方式。在投资人增资入股的情况下，投资人通过认购标的公司新增的注册资本成为公司的股东；在股权转让的情况下，投资人通过受让现有股东出让的股权成为公司的股东。以第47条为例，新《公司法》更加强调资本充实，如果公司原股东没有完成注册资本出资义务，对于投资人来说意味着更高的风险，包括：

- (1) 如果转让方转让的是已认缴出资但未届出资期限的股权的，由受让方投资人承担缴纳该出资的义务；而如果投资人未按期足额缴纳出资的，转让方仅对受让方投资人未按期缴纳的出资承担补充责任；
- (2) 如果转让方转让的是已认缴出资且已届出资期限的股权的，转让方与受让方投资人在出资不足的范围内承担连带责任；
- (3) 如果转让方转让的是非货币出资形成的股权，但该非货币财产的实际价值显著低于认缴出资金额的，转让人与受让方投资人在出资不足的范围内承担连带责任。

根据新《公司法》，在上述第（2）和第（3）种情形下，如果投资人不知道且不当知道该情形的，可以不承担责任。但是，由于新《公司法》要求公司就其出资状况进行公示，投资人很难证明自己有合理的理由不知道转让方股东未完成出资。因此，投资人在投前开展尽职调查的过程中，应当充分关注既有股东，特别是创始团队的出资情况，包括核实现有股东出资方式（货币或者非货币出资）、实缴与未实缴出资的比例、出资计划与安排等。此外，初创企业特别是科技型企业中，创始团队以技术、知识产权等非货币出资的情况也较为常见，以往针对该等非货币出资进行专门评估的情况比较少，投资人出于对创始团队的行业能力往往不会纠结于额外履行评估流程。新《公司法》实施后，则需要视情况评估非货币出资的实际价值，必要时引入第三方评估和验资机构协助。

在掌握被投企业的出资情况之后，投资人应考虑如何在交易安排以及正式交易文件中应对不同情况。例如在交易文件中明确转让出资的实缴情况，在转让对价中扣减待实缴出资的部分，或者要求转让方履行完毕实缴义务作为交割的先决条件等。

员工持股平台的设计与实施

投融资交易特别是早期的投资项目中，投资人与创始团队一般会讨论并设置员工持股平台作为后续员工激励计划的实施主体，一般情况下预留 10%-20% 之间的比例。实际操作中，持股平台多选择有限合伙企业的形式，由创始人担任普通合伙人，被激励员工作为有限合伙人。员工达到一定的年限以及业绩要求后，则会在若干年（通常 3 到 6 年）内被分批授予或兑现其在持股平台的份额。视员工激励计划具体安排，如员工对持股平台的出资以及持股平台对公司的出资根据激励计划进行，而不做其他额外要求，导致实际的实缴出资期限有可能会超出 5 年。这样一来可能会与新《公司法》的出资时间要求造成一定的冲突。

在新《公司法》自公司成立之日起 5 年实缴完毕认缴出资的整体要求下，对于还未实施股权激励的公司，可考虑根据激励计划的实施方案和年限逐步扩充期权池、而非一次性预留足够的份额，从而延缓预留份额的实缴出资期限；对于已实施股权激励的公司，如原激励计划中的行权时间晚于新《公司法》规定的实缴期限，可考虑要求激励对象提前行权并支付认购款，或减资注销未被激励对象行权的股权、待后续激励对象确定行权后再在公司层面增发股权。但该种方式某种程度上会导致注册资本频繁变动。公司也可以考虑其他备选激励份额方案。视方案具体安排，创始人等相关股东需考虑提前承担实缴的资金成本，待授予或兑现时采用份额转让的方式，合理分配双方的成本分担义务，明确转让价格，兼顾公司或个人税务影响，达到激励效果的同时也保护双方的合法权益。

交易价款分期支付

在很多设立合资企业、并购交易以及重组交易中，由于考虑到交易金额较大、交易周期较长、交易流程复杂且涉及到多个审批环节，收购或投资一方往往会选择根据企业资金需求或者交易里程碑选择分期支付交易价款。在现行《公司法》的完全认缴制下，只要将相关方的实缴期限设置得足够长，该等安排通常并无实质风险。但是在新《公司法》规定的 5 年实缴期限的要求下，股权转让情况下分期付款的安排则将需要结合主管政府部门的规定和市场实践通盘考虑。普华永道将会密切关注国务院或市场监督管理总局后续制定的具体实施办法。

另外，转让方未完成实缴而转让股权的情形下，为避免后续承担任何责任，包括与受让方投资人的连带责任，转让方有可能要求将转让价款的一部分先行支付，由其用于完成出资义务。在这种情况下，双方要在交易文件中对先期支付款项的用途和安全进行必要的约定。

股东名册重要度提高

虽然现有《公司法》已经明确了股东名册是股东主张其行使股东权利的依据。在一些大型私募基金的投资项目中，出具变更后涵盖投资人的股东名册、出资证明、公司章程以及内部决议文件均属于被投资企业完成交割的先决条件或交割日事项。但在很多实操项目中，我们发现，投资人或被投资企业往往会更关注公司章程以及公司决议，而忽略了股东名册等其他附属文件。新《公司法》中强调了股东名册对于证明股东地位的重要意义，投资人应当明确要求公司在交割日提供股东名册，以确认投资人的股东身份，并由此开始享有股东权利。对于被投资企业而言，也应当注意对股东名册进行妥善保管，并在发生股权转让交易时，及时配合转让双方更新股东名册。

通过回购方式退出受限

通常情况下，投资人实现投资退出的方式包括 IPO、出售、回购以及清算。就回购方式而言，常见的回购包括公司回购以及创始团队回购。触发回购的条件在不同项目中略有差异。新《公司法》中增加了股东要求公司以合理价格回购其股权的情形：（1）控股股东滥用权利，严重损害公司或者其他股东利益的，以及（2）公司与控股股东合并时（控股股东持有本公司 90% 以上股权）。

另一方面，新《公司法》第 224 条规定“公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。”理论上，“有限责任公司全体股东另有约定”的表现形式可以为章程约定、股东协议约定或者一致同意的股东会决议。但是在实操中，由于公司在办理工商登记时仅被允许提交工商标准版本的公司章程，因此部分公司的股东协议内容无法体现在公司章程中，而是仅体现在股东协议中，更有甚者仅体现在创始团队与投资人签署的投资协议中。在实践中，相关的股东也需要全面评估回购或减资的税务影响。

如果投资人希望以非同比减资作为退出方式，建议投资人应在股东协议中就股权回购条件进行细致全面的约定，明确回购主体、回购方式并由全体股东签署。如果是在股权受让而由投资人与转让方单独签约的情况下，涉及到公司回购股权的情形，同样应当就回购事项获得全体股东签约的文件支持。如果股东协议约定无法体现在章程中，应当考虑制备一版内部使用、优先级更高的章程版本，或者至少股东协议中的相关约定不能与章程条款存在矛盾之处。否则，在落实回购的过程中，召集全体股东进行会议表决同样会增加沟通以及时间成本，为股权回购留下风险敞口。

已完成项目的重新审阅

新《公司法》生效之后，对于存量公司的治理和运营结构有不同规定的如何处理，尚需政府部门的进一步规定予以澄清。无论如何，投资人对已完成项目如果对于公司治理结构、董事会组成和权限、高级管理人员的配备等，希望按照新《公司法》的规定进行调整，可以对该等已完成项目的公司章程和交易文件进行审阅，在符合法律和合同约定的范围内与其他股东进行协商确定。

新《公司法》带来的变革是全方位的，普华永道亦将持续关注新《公司法》变动所带来的影响，就相关问题发表专业见解，并为客户提供综合服务。

相关阅读：

解读新《公司法》的重要条款及相关影响 - [链接](#)

新《公司法》引发的税务思考 - [链接](#)

联系我们

如您希望更深入地讨论主题对您的业务有何影响，欢迎随时联系我们。

普华永道中国



王景
普华永道中国税务及商业咨询公司及
监管合伙人
电话: +86 (10) 8553 1566
邮箱: jing.im.wang@cn.pwc.com



蒋亮
普华永道中国税务及商业咨询公司及
监管合伙人
电话: +86 21 2323 8873
邮箱: liang.l.jiang@cn.pwc.com



刘晏来
普华永道中国内地及香港地区私募
股权基金业务主管合伙人
电话: +86 (10) 6533 8863
邮箱: roger.liu@cn.pwc.com



倪智敏
普华永道中国内地及香港并购税务服
务主管合伙人
电话: +852 2289 5616
邮箱: jeremy.cm.ngai@hk.pwc.com



蒋俊
普华永道中国北区并购税务服务主管
合伙人
电话: +86 (10) 6533 2220
邮箱: josephine.jiang@cn.pwc.com

程伟宾律师事务所



贺墨亨 (Martyn Huckerby)
亚太区竞争法业务负责人
电话: +852 2833 4918
邮箱: [martyn.p.huckerby@
tiangandpartners.com](mailto:martyn.p.huckerby@tiangandpartners.com)