

BTMU CHINA WEEKLY

発行：三菱東京UFJ銀行 国際業務部 中国業務支援室

編集：三菱UFJリサーチ&コンサルティング 海外アドバイザリー事業部 中国グループ 情報開発チーム

EXPERT VIEW: 債務の資本化 (Debt Equity Swap)

改正会社法の施行後、会社法上、現物出資に関する法制が一定の範囲で規範化され、各種の方式をもって出資を検討することができるようになりました。債務の資本化も今後会社の再編の重要な手法となっていくことが予想されます。今回は、債務の資本化について考察します。

Q: 当社は、中国江蘇省で機械部品を製造する中外合弁会社を設立・運営しています。原材料価格の高騰傾向、人件費の恒常的な負担増、更には、顧客の納入部品価格の引下要請等の事情が重なり、近年その経営が急速に悪化してしまいました。経営建直しが急務なのですが、まずは、当社が合弁会社に対して有する貸付金 50 万米ドル及び原材料売掛債権約 100 万米ドル、中方が合弁会社に対して有する原材料売掛債権約 500 万元人民幣を資本に転換して増資し、負債の切離しをして流動資金を確保した後に、事後の対応を検討したいと思っています。

上記の提案を中方にしたところ、中方は、「中国では債務を放棄して増資することはできない。」と言われました。当社の提案は、いわゆる債務の資本化 (Debt Equity Swap、以下「DES」といいます。) で単純なものだと思うのですが、中国では DES は認められないのでしょうか？

A: 上記において、資本への転換を予定する債権は、次の3種とのことです。

- ① 貴社(外国側出資者)が合弁会社に対して有する貸付金(即ち外債)50 万米ドル
- ② 貴社(外国側出資者)が合弁会社に対して有する売掛債権 100 万米ドル、及び
- ③ 中国側出資者が合弁会社に対して有する売掛債権 500 万元人民幣

2006 年1月1日から施行されている改正会社法は、債権を現物出資することも許容しているため、債権も現物出資の対象足りうるという点からみれば、合弁会社に対する既存債権を資本化することも理論上は可能です。これによると上記①～③のいずれも DES を実施することが可能となりそうにも思われます。

しかし、法は現物出資に対し比較的厳格な資本の充実・維持規制を設けており、「会社登録資本登記管理規定」第8条第2項は、出資者が「貨幣、実物、知的財産権及び土地使用権以外のその他の財産」を出資する場合には、「国家工商行政管理総局が国务院の関係部門と共同で制定した関係規定」に適合しなければならないとし、実務上も、この「関係規定」のない債権については DES の実施の認可が得られないなど実施困難な場合があるのが現状です。

後述するように、外国側出資者の外債債権(上記①)については「関係規定」に相当する規定が存在するため DES の実施が実務上も行われているのですが、外国側出資者及び中国側出資者が有する売掛債権(上記②、③)については「関係規定」に相当する規定が現状存在しないため、DES の実施は困難と思われます。

1 現物出資に関する法制

(1) 改正会社法に基づく非貨幣財産による出資の拡大

DES の可否は、法的には、債権をもってする現物出資が許容されるか否かにかかわります。

旧会社法のもとでは、旧会社法に明示的に列挙されていない非貨幣財産(実物、工業所有権、非特許技術、土地使用権以外の財産)をもって現物出資することができるか否か議論がありましたが、改正会社法第 27 条第1項は「実物、知的財産権、土地使用権等の貨幣を用いて評価することができ、法により譲渡することができる非貨幣財産を価額評価をして出資することができる」と規定して、原則として、評価可能かつ譲渡可能な財産であれば現物出資財産たりうることを許容しています。この改正会社法の規定のみを見れば、債権をもって現物出資することも可能と考えることになりそうです。

(2) 資本の充実・維持の観点からくる制約

～「会社登録資本登記管理規定」第8条第2項にいう「関係規定」

しかし、一方で、中国の会社法制は、いわゆる資本の充実・維持に関する比較的厳格な規制を規定して

おり、非貨幣財産に関する出資には適正評価を要し、法律、行政法規に価額評価について規定がある場合にはその規定による（「会社法」第26条第2項等）としています。また、会社の資本に関する特別法である「会社登録資本登記管理規定」第8条第2項は、「出資者又は発起人が貨幣、実物、知的財産権及び土地使用権以外のその他の財産を出資する場合には、国家工商行政管理総局が国务院の関係部門と共同で制定した関係規定に適合しなければならない。」と規定し、旧会社法で非貨幣出資が許容され、評価方法が法的に整備されている財産以外の財産については、国家工商行政管理総局が中心となって制定した「関係規定」に従い非貨幣出資を規範化（規制）する旨を規定しています。

上記の「会社登録資本登記管理規定」は、国家工商行政管理総局が制定施行したいわゆる省令レベルの法規範であり、登記機関である工商行政管理局は、上記「会社登録資本登記管理規定」第8条第2項を根拠として、債権の現物出資はその具体的な「関係規定」がない限り認めないという解釈を一般的に行ってきました。上記の解釈は、工商行政管理局のみでなく、外商投資企業の審査認可機関である商務部門も一応認識している場合があるため、審査認可段階においても、「関係規定」の存否によってDESによる増資の認可の可否が分かれる可能性があるものと思われます。

2 債権の現物出資に関する「関係規定」の存否

では、債権の現物出資に関する具体的な「関係規定」は存在するのでしょうか？

(1) 外債の場合

この点、外債については、「関係規定」に相当する規定が存在します。具体的には、2003年3月3日に施行された「外商直接投資による外国為替管理業務の関係問題に関する国家外国為替管理局の通知」の一、3は、外国為替管理局の審査・承認を経れば「外商投資企業の外国投資家が既に登記した外債の元本及び登記の利息を企業の資本に転換・増加させる」方式をもって外商投資企業の出資とすることができるとして、外債をもってするDESを認めています。外債は、外国為替管理局による登記管理がなされ、また、貸付金の入金及び弁済がいずれも外貨専用口座からなされるので、借入資金の受領状況及び弁済状況の記録を通じて債権の真実性を確認することができることから認められていると考えられます。実務上も、外国側出資者の合併会社に対する外債をもってDESを実施した例があります。

(2) その他の債権の場合

一方、外商投資企業の外国投資家の外債以外の債権のDESについては、本稿作成時点において、少なくとも一般的な法制度としては「関係規定」が存在しません（*）。実務上も、「関係規定」が存在しないとの理由からDESによる増資の認可をしないケースがみられます。

その実質的背景には①債権の真実性を確保する制度がない、②そもそも中国では企業間の直接融資が禁じられている、③DESが悪用される現実のおそれがある等の配慮があるものと思われます。

従って、本件のように、外国側出資者が合併会社に対して有する売掛債権等の外債以外の債権や、中国側出資者が合併会社に対して有する人民幣建債権については、これをもってDESを実施することは、実務的な実行性は低いと思われます。

（*）銀行の不良債権買取会社が銀行から買い取った債権をもってDESを実行する場合や、国有企業集団の再編に際してDESを実施する場合には、従前からDESが実施されていますが、いわば例外的なケースであり、一般の外商投資企業に一般的に適用する制度ではないため、本稿の検討対象外としています。

3 小括

上記のとおり、現行制度下では、DESが実施可能なケースはかなり限定されていると言わざるを得ません。確かに、安易にDESを認めることは資本の空洞化のおそれ等の弊害が生ずるおそれはあるものの、借り手にとっては返済義務のある債務が減少し自己資本比率が増加する等の一定の財務改善効果が期待され、貸し手にとっても単なる債権放棄よりも（出資持分という資産が入手可能となる点で多少は）受け入れやすい方法であることから、より具体的な条件及び評価方法を確立することが望まれます。中国の重慶市において「債権持分転換登記弁法」が近日発布される旨が報道されています。地方性法規による整備を含め、より広くDES実施の余地を作る「関係規定」の制定が待たれるところです。

露木・赤澤法律事務所
弁護士 赤澤 義文
弁護士 中島 あずさ

CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

◆**世銀 今年の中国GDP成長率予測を9.8%に上方修正**:世界銀行は2008年の中国のGDP成長率について、世界景気の減速や大雪災害等を受けて、年初の10.8%の予想を2月に9.6%、4月に9.4%と下方修正したが、19日に発表した「中国経済季報」の中では、9.8%に上方修正を行った。国際競争力と堅調な国内需要に支えられて経済成長は維持され、四川大地震の影響も「限定的」と見ている。一方、食品価格高騰のピークは過ぎたものの、インフレ圧力は依然として強く、今後利上げを検討する余地があるとし、また、物価上昇を抑え、貿易黒字の縮小、経済成長方式の転換を促すため、人民元の更なる切上げが必要と指摘した。

【産業】

◆**電力価格引き上げ・発電用石炭価格の上限設定 電力会社の収益を改善**:国家発展改革委員会は19日、「電力価格の引き上げに関する通知」を公布。7月1日より電力価格を4.7%引き上げる。但し、家庭用電力、農業生産・化学肥料生産用電力、震災地区、チベットは対象外。同時に、発電用石炭価格についての臨時価格介入の公告も発表。6月19日～12月31日の間、発電用石炭価格の上限を6月19日の取引価格とする。昨年から発電用石炭価格の大幅上昇等により、発電会社の8割が赤字に陥っている。両措置は発電会社の収益を改善し、発電インセンティブを高め、逼迫している電力の供給保障を図るもの。

◆**国家発改委 製品油価格引き上げ**:国家発展改革委員会(発改委)は6月20日から製品油価格を引き上げることを発表。ガソリン、ディーゼル油が1トンあたり1,000元、航空燃料油が1,500元引き上げられた。国際原油価格の上昇により、国内製品油価格が原油価格を下回る現象が起こる中、石油加工企業の赤字拡大、地方製油所の生産中止、製品油の供給不足が問題となっている。一方、発改委は衣食住や交通への連鎖値上げを懸念、国民生活への影響を軽減する為、農林漁業、公共交通、タクシー業等に対し補助金給付の措置もとるとした。

【金融・為替】

◆**サービス貿易の管理強化「要注意先リスト」制度を適用か**:国家外貨管理局はサービス貿易に対する管理強化規定の制定に向けて意見聴取を開始した。サービス貿易と偽った不正送金によるホットマネーの流入を防ぐためと言われている。草案では、サービス貿易の名目での入出金の際に真実性の証明の提示を求め、従来、財の貿易に適用されていた「要注意先リスト」制度(*)をサービス貿易にも取り入れるものと見られる。財とサービス貿易に対する管理方法の統一化を進め、また、同様の管理の対象に所得収支と経常移転収支も加え、経常収支全体に対する管理強化を図る模様。

*「要注意先リスト」制度:2006年11月より、輸出代金、貿易関連代金の外貨受け取りと人民元転について、「要注意先企業」に対して厳格な管理が行われている。

◆**外貨管理局 非居住者の人民元口座管理を強化**:外貨管理局は「非居住者個人・法人人民元口座データの届出に関する通知」を発表した。対象となる非居住者人民元口座を保有する全ての銀行に対し、月次で残高報告を求めるもので、資本の流入管理を強化する狙い。対象口座には、非居住者個人の香港・マカオ、台湾住民人民元口座、非居住者法人の適格海外機関投資家(QFII)人民元口座等の特定口座が指定されている。年初来、対内直接投資が急増する中、ホットマネーの流入が懸念されていることが背景にあり、これら口座への監視を強めることで、国際的な資金の流れをより正確に把握しようとするものと思われる。

人民元の動き

日付	Open	Range	Close	前日比	JPY Close	前日比	HKD Close	前日比	EUR Close	前日比	金利 (1wk)	上海A株 指数	前日比
2008.06.16	6.9039	6.9004~6.9039	6.9004	-0.0014	6.3716	-0.0169	0.8835	0.0001	10.6498	0.0428	3.3500	3014.74	5.83
2008.06.17	6.8975	6.8909~6.8975	6.8915	-0.0089	6.3709	-0.0007	0.8825	-0.0010	10.6695	0.0197	3.3400	2931.83	-82.91
2008.06.18	6.8830	6.8809~6.8833	6.8821	-0.0094	6.3571	-0.0138	0.8814	-0.0011	10.6590	-0.0105	3.1700	3085.44	153.61
2008.06.19	6.8796	6.8748~6.8800	6.8776	-0.0045	6.3784	0.0213	0.8807	-0.0007	10.6572	-0.0018	3.0000	2883.89	-201.55
2008.06.20	6.8792	6.8788~6.8816	6.8801	0.0025	6.3886	0.0102	0.8814	0.0007	10.7130	0.0558	3.1500	2970.93	87.04

RMB レビュー&アウトルック

17日、18日に米国にて開催される米中戦略経済対話を控え様子見ムードの中、今週の人民元は前週末比ほぼ同水準となる6.9039でオープン。週初は6.9000が高値目線として意識され同水準での小幅な値動きとなったものの、翌17日にはあっさり6.9000を上抜け上昇すると、翌18日も6.88前半まで上伸。結局為替制度変更後の高値となる6.8748を示現後、同高値水準で越えとなった。今週注目を集めた米中戦略経済対話では、従来の人民元為替相場の上昇を求める点についてはあまり話題に上らず、二国間投資協定に関する協議開始とエネルギーや環境分野でも協力を拡大することを合意するにとどまった。一方今週19日、ついに中国当局は価格統制下にある中国国内の燃料小売基準価格を昨年11月以来、最大18%引き上げることを発表した。今回の価格引き上げは、ごく短期的には中国国有企業の業績改善や国内の需給緩和に資するものと判断できるものの、3月以来、生産者物価指数が8%を超える高い伸びとなっていることを考えると、今回の価格引き上げが与える国内物価への影響が懸念される。来週は月末に向けた実需筋のドル買いに上値を押さえられる場面もあろうが、根強い人民元需要に引き続き総じてじり高推移を予想する。

(市場営業部 為替営業推進グループ グローバル営業ライン)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さい。宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。