対談
CROSS TALK

撤退と投資を、M&Aでマッチ。

ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE

アンダーソン・毛利・友常法律事務所
外国法共同事業（ホーチミンオフィス）

弁護士

福田 一翔
FUKUDA KAZUHIRO

2008年 慶応義塾大学法学部卒業。2010年同法科大学院（法務博士）卒業。2012年アンダーソン・毛利・友常法律事務所入所。2016年～2017年のニューヨーク駐在を経て、2018年英国 University College London（LL.M.）卒業。2018年よりベトナム駐在を開始し、2022年アンダーソン・毛利・友常法律事務所パートナー就任。
ベトナムやアジア各国を中心としたクロスボーダーのM&A案件を多く取り扱う。M&Aのみならず、コーポレート、許認可、不動産、労務、紛争など各種ベトナム関連法務についても幅広い対応経験を有している。

Sufex TRADING

SUFEX TRADING CO., LTD.

General Director

宮本 昌
MIYAMOTO AKIRA

大学卒業後、（現）株式会社リクルートホールディングス勤務を経て、2011年12月渡越、投資検討企業向けの工業団地選定コンサルティング事業及びレンタカー事業部を基幹事業としたSoltec Tradingを起業。2015年、自社媒体『インベストアジア』発行のため、メディア事業部を設立。2016年には、工業団地のファシリティ整備会社（M2 Grow Partners Co., Ltd）を出資設立、現在、双日株式会社が運営するロンドウック工業団地において飲食店舗の運営、給食事業、飲食店舗出店コンサルティング事業を行う。2019年、Soltec TradingよりSufex Tradingへと社名変更を行う。

工業団地からの撤退という文脈でのM&A

様々なM&Aの形態

アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、2015年にホーチミンオフィスを、2022年にはハノイオフィスを設立し、これまで多くの日系企業によるベトナムM&A案件をサポートしてきました。ただ、一口に「ベトナムM&A」と言っても、その目的、出資比率、出資形態、対象会社の性質などにより、様々な形態のM&Aがあります。

最も伝統的・典型的な形態としては、日本企業が、その既存の取引先であるベトナムの製造会社（非上場）の株式の一部をオーナー社長から買い取り、当該オーナー社長との間で合弁関係を締結し、引き続きオーナー社長には事業にコミットしてもらうといった形が挙げられます。このような形態のM&Aは、ベトナムのローカル市場の拡大・成熟に伴い、製造業に限らず、小売業等、ベトナム市場をターゲットにするBtoCの企業を対象とするケースにもますます広がってきているように感じます[※1]。このような形態のM&Aにおいては、良くも悪くも、オーナー社長の個性、属人的な要素が非常に重要になりますので、デュー・ディリジェンスの際にその点をきちんと見極めるとともに、出資に際しての契約（特に株主間契約）においては、M&A後にオーナー社長をどのように継続登用しインセンティブを設定するかといった点や、日本企業側が対象会社においてどのような権利を得て支配するのか（しないのか）を明確に定めていく必要があります。

また、スタートアップをはじめとした比較的小規模な（将来性のある）企業に対して、マイノリティ出資の形で参画するケースもあります。分野としては、ITや教育などが比較的目立つように思います。１件１件の投資額が比較的小さいため、統計上はさほど目立たないかもしれませんが、肌感覚としては以前より増えているように思います。このような場合、日本を含む他国のスタートアップ投資と同様に、キーマン条項やIPOを含むエグジット条項の作り込み、投資家間の利害調整が重要となります。

加えて、近時は、上場会社やUPCoM（Unlisted Public Company Market：未上場公開株取引市場）における公開会社を対象とするM&Aに携わることも多くなってきました。業種は様々ですが、当然ながら大規模な取引となることが大きいですし、開示規制、公開買付規制、証券取引所の規則など、非公開会社のM&Aにおいては該当しない注意すべき観点も多くなるため難易度は格段に高くなります。

このほか、紙幅の関係で詳細について言及することは叶いませんが、不動産プロジェクトの中で利用されるM&A、国営企業が関係するM&A、日系企業同士で新規に立ち上げる合弁会社案件なども多くあり、それぞれ特色や留意点が異なります。

以上のように、様々な形態の「ベトナムM&A」に対するニーズが存在しますので、当事務所は、クライアントである日本企業に寄り添い、そのM&Aの形態に応じて、最適な法的アドバイスを提供していきたいと考えており、そのため、日々研鑽を積んでおります。

撤退とM&A

次に、今回のトピックである、M&Aによる撤退と投資のマッチングという観点でお話し致します。

従前から、ベトナムにおいても、撤退の文脈でM&Aが活用されることは当然ながらありました。たとえば、出資先から出資を引き揚げようという場合に、他の株主や第三者に（譲渡制限や先買権等の制約に配慮しつつ）買い取ってもらうといった取引や、不要となった一部の事業を他社に譲渡する[※2]といった取引などが挙げられます。また、日系企業の100%子会社を清算しようとする場合に、年単位に長引くことが予想される税務関連の手続きがネックとなるため、できれば会社清算ではなく、会社を第三者に売却してしまいたいというニーズもありました。

このような中、今回の試みがユニークであると感じたのは、工業団地の代理店事業に強みをもっておられるSufex Trading様が、撤退する企業から新規進出企業へ、既存の工業団地のロットの移転を目的として、M&Aの手法に着目されている点です。

背景事情として以下のような事実関係があることを前提とします。

- 日系企業A社は、ベトナムにおける製造子会社としてB社を100%保有しているが、現在ベトナムからの撤退を検討している。
- B社は、工業団地の管理会社から工業団地内のロットのサブリースを受けて、土地使用権を得た上で、土地上に自社工場を建設し所有している。
- 別の日系企業であるC社は、今般ベトナムへの新規進出を目指しており、100%子会社D社の設立を検討している。
- D社は、製造拠点としての適当な工業団地のロットを探していたところ、B社の上記工場に居抜きで入居したいと考えるに至った。
- 工業団地の管理会社は、B社からD社への入居者の変更は認めるものの、ロットの土地使用権は一旦B社に返納させた上で、改めてD社にサブリースする方針である。

ベトナムの土地法上、外資系企業に対する土地使用権の直接の譲渡は認められていませんので、工業団地の管理会社の上記見解は合理的です。ただ、間に工業団地が絡むとコミュニケーションが煩雑になるといった理由から、日系企業間で直接話をつけたいというご希望があることも多いです。また、ベトナムの土地は基本的には値上がりを続けているところ、B社が既払いの土地使用権の市場価格が撤退時点で大きく値上がりしている可能性があり、A社・B社としては、当該値上がり分を何とか回収したいという要請もあります。

そこで考え得るのが、土地使用権や建物の移転ではなく、会社ごと買収するというアイディアです。会社の買収であれば、土地使用権の譲渡ではないので、売手（上記ではA社）と買手（上記ではC社）の間で直接交渉し、会社（上記ではB社）のバリュエーション（企業価値評価）を決定し、譲渡を実行することが可能というわけです。

もちろん注意点もあります。例えば、以下のような点が挙げられます。

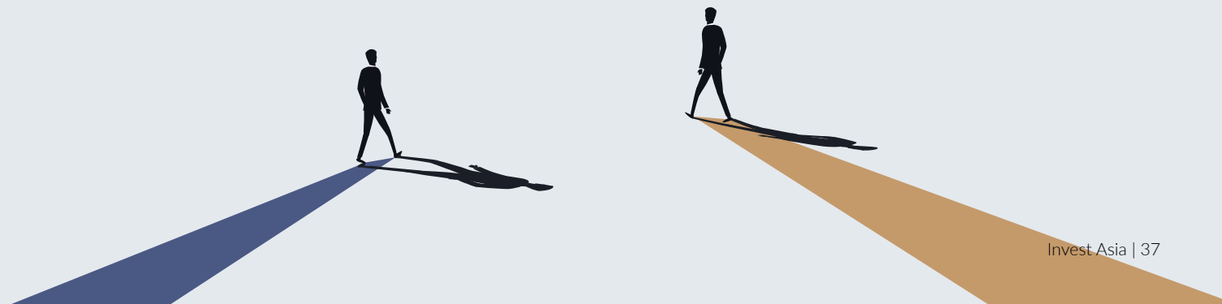
- 既存のサブリース契約上、賃借人（上記ではB社）の所有者が変更になることについて、賃貸人である工業団地管理会社との関係で問題がないか。
- 新所有者であるC社が行う予定のビジネスが、当該工業団地において可能か。
- C社が、B社の偶発債務（工場の土地建物以外の予期しない資産や負債）を承継してしまう可能性。
- 会社の株式・持分の譲渡に関する税務上の取扱い。
- その他、通常のM&Aに伴う各種の当局関連手続きの履践。

すなわち、M&Aである以上、適切なバリュエーションを行い、法務・会計・税務に関する各専門家のアドバイス（デュー・ディリジェンスの実施を含みます）を得た上で実施しないと、大けがをするといったことになりかねません。このような検討の結果、やはり工業団地管理会社に対して一旦土地使用権を返納した方が良いという結論になる可能性もあります。

ただ、それでも、日系企業によるベトナム投資は既に相当程度進んでおり、様々な事情から撤退を検討する企業も一定数存在すること、他方で新規進出企業にとって適切なサイズ・立地の工業団地のロットが限られていることを踏まえると、このようなM&Aの形による撤退企業と新規進出企業のマッチングには大きな可能性を感じるところです。

※1 当局が公表している2023年1月～6月の業種別対内直接投資に関するデータにおいても、件数ベースで製造業の次に多いのは小売り・卸売業とされています。https://www.jetro.go.jp/view_interface.php?blockId=3612932

※2 ベトナム法上「事業譲渡」という概念はないので、個々の資産や契約関係の移転を指しています。



AKIRA MIYAMOTO

撤退リスクの低減と投資の選択肢を

工業用地供給量の北部・南部に見られる差

日系企業の投資に関しては賃料を定期的に支払うレンタル工場での進出、土地（使用権）を購入し、自社工場の建設する進出の２つの形態があります。
弊社が投資相談をお受けし、アドバイザリー及び工業団地の案内をしている中で、心苦しく感じている事は、南部（ホーチミン市）近郊の土地購入での相談です。

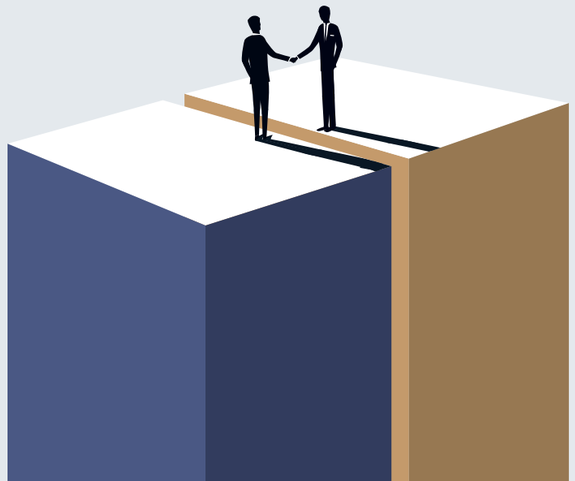
その理由としては南部近郊においては、土地価格の高騰、円安の背景も含め想定しているコスト感と実勢価格に乖離があり、投資を躊躇、または計画を変更する企業があることと、このエリアにおいては完売している工業団地も多く、供給量自体が少ないという背景からです。

一方、北部（ハノイ市）近郊に関しては、土地購入について工業団地のご案内はできるもののレンタル工場が南部ほど多くなく、かつロットの大きい規模でしか販売されていない、という実態があります。

まとめると、レンタル工場に関しては、北部には500㎡からのような小規模工場がなく、南部には多くあり、土地購入に関しては、北部には選択肢が多く、南部には少ない、という現状であります。また、土地購入に関しては1㎡あたり単価は、南部と北部では100USD近い差があり、南部はこの１年でかなり価格が高騰しています。南部においては、日系企業の求める１～1.5ヘクタールの土地供給がかなり限られています。

土地売却を目的とした新しいM&Aスキーム

上記のような背景から、南部近郊にて土地購入を検討している企業に案内できる工業団地が少ない状況を打破する為に、所有者（企業）から土地を売却して頂く事で、進出先候補の選択肢を少しでも多く提供する、という手段を考えました。



ただ、所有している企業と工業団地の契約内容上、敷地含めた資産を他社へ直接売却することが制限されている事もあり、一度工業団地へ、土地を返却しないといけない規制も中にはあります。

ここを解消する為の発想が、会社ごと売却してもらう、という手法でした。

＜売却側のメリット＞

売却側としては、工業団地に一度土地を返却しなければならない可能性があります。

土地の返却時には、土地所有権の残存期間を鑑み買い取りしてもらえる工業団地もあれば返却のみ（買取なく返却のみ）というケースもあります。その際、原状回復義務があるため、更地にして返却するというのが基本的な考え方にはなります。※例外あり

現在、前述の通り、南部近郊の工業団地の購入単価は上昇しており、投資されたタイミングにもよりますが、10年前と比較すると３倍～４倍の価値となっております。

この現状の資産価値を売却時にしっかりと査定してもらう事で、撤退による、キャッシュインが見込め通常の撤退との比較でも金銭面で優位な条件で売却が可能になるのです。

＜買収側のメリット＞

こちらも、前述のとおり投資を行う選択肢が増え、工業団地の空き用地以外の物件への投資が可能になる事があります。

また、ケースバイケースではありますが、工場建設のリードタイムを短くできることも、メリットのひとつとして挙げられます。もちろん同業種であれば従業員がそのまま就労頂けるケースもあるでしょう。

このような、ベトナムでの工業団地マーケットの背景から、ソリューションの提案を行い、かつ両者のメリットを繋ぎ合わせる事で、撤退と投資の「Win-Win」なマッチングを行っていければと考えております。

対談 CROSS TALK

ベトナムで紡がれる Win-Winな 新興M&Aスキーム

M 宮本　今までにも、ベトナムにおいて、日系企業同士が、撤退を目的としてM&Aを行うという事例はあったのでしょうか？

F 福田　先のコラムにも記載しましたとおり、過去にもそのような事例はありました。背景としては、やはり、会社の清算のためには、税務関連の手続きに年単位の時間がかかる可能性があることが挙げられます。清算会社は、未払いの租税債務がないか等税務当局に確認してもらう必要がありますが、この手続きは現実にはスムーズに進まないことも多いです。税務当局は忙しいので、他の業務との関係で、後回しになってしまうという事例も結構あると認識しています。

M そうなると、その間の管理費や維持費が結構かかってしまうのではないかという懸念があると思うのですが。

F その段階では、清算会社の実態としての事業は既に終了していて、いわば書類上においてのみ会社が存続している状態と言えるかと思います。なのでコストはそれほどかからないと思いますが、やはりいつまでも清算したい会社が残っているという状況は好ましくはないですね。清算業務をご依頼いただく我々法律事務所としても、依頼者からお預かりしている清算会社に関する大量の書類がいつまでも山積みになったままお返しできないという困った状況もあります。

M　そうなんですね。大きくコストがかかるということはないとしても、工業団地の土地の価格上昇や市場の流動性を考えると、待ちきれないっていう話ですよね。

F そうですね。日本本社側としても、清算にそれほど長い時間がかかることは想定しておらず、「どうなってるんだ」という問い合わせが何度も入り、現地責任者の方が困っているといった状況もよく目にします。

M 工業団地との間のサブリース契約では、基本的には「原状回復義務」として、当該土地を更地にして返却するという義務が規定されていますが、実際は建物を壊さない方が次の入居者を見つけられる可能性があると考えるのか、やはり更地にして欲しいかどちらが良いんでしょうね？

F　工業団地の意向までは分からないですが、ひとつ言えるのは、空き家のまま放置されるのは、工業団地としては、やはりイメージが悪いと考えるだろうということですね。あとは、残された建物の状態や汎用性にもよると思います。

M ベトナム南部で言えば、土地（使用権）の購入価格が、急激に上がっていますよね。その傾向がある中で、日系企業が進出を考えた時に、「何年か後には拡張の予定があるだろうから、今後の上昇を考えて大き目に買おう」みたいな考えもあると思います。例えば、現状では１ヘクタールで十分だけど、将来のこと考えて、２ヘクタール買おうと言った話です。ベトナムの建蔽率70%で想定すると、２ヘクタールで、最大1.4ヘクタールまで工場建設できますよね。ただ、現状はそこまで必要ないから、まずはフェーズ１として、3,000㎡で工場を作って、あとは残しておくと言った段階を踏んで拡張していくといったことも事例はあると思うんですよ。

ただ、最近は未使用地に対しての、工業団地側からの指摘も強くはなっていると思います。

F それはIRC（投資登録証）に記載された投資スケジュールとの関係ですね。IRC申請の際に、何ヘクタールの土地を利用して、どういった工場を建てて、どのような生産計画を持っていますといった投資プロジェクトに関する具体的な記載をする必要があります。

２ヘクタールの土地利用を想定しているということで投資許可を取ったのに、実態は3,000㎡しか使っていないとなると、IRCで申請した投資計画の違反という整理になります。

M はい。今まではそこまで未使用地に対しての指摘も強くなかったんです。でも昨今工業用地の供給も限られる中で、工業用地を寝かせることが良くないという風潮になり、様々な改善要請が入り始めていますね。弊社にも、この手も相談が結構増え始めました。「余らせている土地に工場を建てないのであればその分の土地を返却してください」と指摘が結構強めに入るらしいです。今までもそのような指摘がなかったわけでないのですが、「事業が計画通り進んでいなくて、今は拡張できないんだ」と言えば、仕方ないという話で進んでいました。なので、先を見越して大き目に買っているというケースは多くありました。

F 確かに、弊所にて進出のお手伝いをさせていただいている会社さんの中でも、従前から、進出時にその点を懸念されている方は結構いらして、「計画が遅れたらどうなりますか？」と聞かれることもありました。その際には、法的にはこうなりますと、先ほど申し上げたとおりお答えしていましたが、以前は、厳格にその点を指導されるといったことはあまり聞きませんでしたね。もちろん、省によっても運用が大きく異なることは今も昔も変わりませんが。

M　最近は、工業団地管理局などの公的機関からの指導がより強くなっていますね。それを受けて、投資検討企業に対して、この点は工業団地側からも事前に注意事項として説明が入るようになりましたね。工業団地側から、生産計画や工場拡張計画通りに進みそうかという確認や、買いすぎなんじゃないか？という確認もされるようになりました。今までは、将来を見越して大きく売れれば、みたいなところもあったのですが、不動産を正しく利用する、とう意識はより強くなっていますね。

F　近時は、MPI（計画投資省）も、各省の人民委員会やDPI（計画投資局）に対して、投資家の能力、投資プロジェクトの実現・継続可能性、収益能力等の点で十分でないと考えられる場合には、IRCの申請や変更を承認しないように指示していると言われていますので、それを踏まえて工業団地管理局による締付けも厳しくなっているのでしょうね。MPIがこのような指示を出している背景としてはどのようなことが考えられますでしょうか？ やはり工業用地以外の不動産と同様、投機目的を防ごうという動きなのでしょうか？

対談

M そうですね。不動産全体の規制がより強まっていることはあるとは思います。

F 実際に当局や工業団地側からそのような指導を受けたテナントさんたちはどのように対応されていますか？余っている土地を分筆(*)して他社に転売・転貸するといったことは容易ではないですよね。

M 分筆の対象となる工業用地は、マスタプラン上は１社所有として登記されていて、それを割るとなると新しくその区画に登記上の住所を作らなくてはいけない。当然、工業団地から政府に対して、マスタプランの変更を提出して許可を得なくてはいけない。工業団地が工業団地管理局に申請をする流れですね。意外とそこを理解されていなくて、「土地空いてるから他社に売ろう」みたいに考えてしまいがちなんですが、そんな簡単ではないですよね。

F そうですよね。転貸するとしても、不動産のリースに関するライセンスを保有されているテナントは多くはないでしょうし。結局、余っている土地を自ら処分することはなかなか難しく、工業団地に返さなくてはならなくなりますよね。

M そうですね。分筆の話に関連してですが、未使用地の有効利用に関する相談も弊社には入ります。「来年3月までに工場建設に取り掛からないと土地を返却しなくてはいけない」という相談が入ったこともあり、その会社はサブリースライセンスも持っていたので、空き用地で「レンタル工場でもやるか」みたいな話があったんです。ただハコだけ用意すれば良いという話ではなくて、通常のレンタル工場は、安定的なインフラ供給の責任を負っていたり、管理棟も作って人員も確保して、みたいな専門的知識のある集団で運営しているんです。仮に未使用地にレンタル工場をつくったとしても、一般の企業で、投資コストに対して回収が見合うのかというと難しいですよね。

F ご指摘のとおりですね。

M 少し話は戻りますが、事業撤退の文脈で、工場の土地建物を売却する目的の取引が行われることは普通にあるんですか？

F 土地法の規制もあるのでそれほど多くはないと思いますが、弊所でアドバイスしている例もあります。最近の実例では、工業団地内に工場を保有して製造業を行っていたのですが、生産能力拡張のために、近隣の工業団地に新工場を作り新たに製造ラインを立ち上げた結果、旧工場が不要となってしまったため、売却先を探していたという例がありました。その例では、買手候補が見つかりましたが、買手としては、土地建物ではなく、建物内の生産設備にむしろ興味があるというケースでした。事業にもよると思いますが、生産設備というのは、それ自体がノウハウの塊なので、その例では、買手は、そのまま居抜きで入ることで生産設備ごと買い、さらに売手から技術供与を得たいという狙いでした。

M そのケースの場合は、工場の資産目的ではなく、ノウハウを含めた資産が目的ということですね。売手が日系でも、ローカル企業には売ることができるんですか？

F そうですね。そのケースでは、買手はローカル企業であり、かつ売手は土地の使用料を一括で支払い済みでしたので、法的には土地使用権ごと売却可能という結論で、土地・建物・製造設備を含めた資産を一括して売却する契約を締結しました。土地使用権の売却に際して、売手と工業団地との間のサブリース契約上の各種条件が問題にはなりましたが。買手が外資系企業の場合には、土地法の関係で、このような資産売却のスキームは取れませんので、M&Aの方法により会社ごと買ってしまうという案が候補になりますね。

M 異なる製造業者間でも、そのようなM&Aの方法による資産売却は可能なのでしょうか？

F はい、法的には可能です。ただ、異なる事業同士のM&Aということになると、法令や工業団地との間のサブリース契約上は問題がないとしても、工業団地のポリシーとの関係で、新しく入居する企業の事業が、工業団地が積極的に誘致したいものなのかどうかという観点も問題になると思います。工業団地の協力が得られないと事実上M&A後の事業遂行が困難となるからです。

M 大事なのは、買手候補が出てきた時に、「この事業を行うために買収したいが可能か」という話を工業団地と相談し、承諾を早めに取っておくことですね。

F 仰るとおりですね。

M 今弊社において検討しているケースがあります。その件は、一見会社ごと売却するM&Aのスキームですが、当該会社は既に事業を畳んでいるため空っぽで、工業団地内の土地と土地上の工場が残っているだけなので、実態は、土地＋建屋という資産価値を目的としています。このようなケースはレアですよね。今までこの発想がなかったのは、工業団地ビジネスに係わる人がそこまで多くなかったということもあるのかもしれません。

F 確かに、私も、そのような実例をたくさん知っているわけではありません。

また、今までは日系企業のベトナムビジネスに関しては、どんどん新規進出・拡張が進んでいくといった趨勢であり、撤退を検討する企業はそれほど多くはありませんでした。そのため、撤退に際して残った資産を売り抜こうという需要もあまり多くなかったのではないかと推測します。

また、撤退と進出をM&Aで繋ぐという観点においては、以前にも仰っていましたが、特にベトナム南部ではなかなか日系企業の進出にちょうど良いサイズの土地が残っていないことも大きいですよね。

M そうですね。その背景は大きいです。そこの市場流動性をいかに出すかというのと、撤退製造業と進出企業のマッチングって、両社にとって良いことだというのが、今回のスキームの一番のポイントですね。

M このマッチングが増えるかは（土地の供給が限られる中で）このスキームがどれだけ浸透するかにかかっていると思います。撤退時に資産売却したいと考えている時に、このスキームを知っているかどうか？相談する先がそのスキームをそもそも知らないと、提案すらないでしょうし。

なので、それを提案されるかによって変わりますね。弊社としては、まさにそれをいくつか進めているので、まだビジネスチャンスはあると思いますね。

F 足元の景気後退とか、円安による投資控えのような動きはあるとお感じですか？

M 製造業が投資を決定したタイミングから実際の稼働までは、1〜2年かかるんです。その稼働時の景気って、投資を決定したタイミングとは結構違うものです。そういう意味では、円安の投資手控えムード、日本も景気悪いよね、みたいなタイミングだからこそ、検討すべきかなと思います。

というのも、数年後景気が回復した時にすぐ生産体制が取れるのかという観点もあります。

F この撤退と進出をM&Aにより繋ぐというアイディアは、日系同士に限った話ではなくて、韓国や台湾など他の外資企業との間での取引にも活用できますね。

ただ、進出を検討している買手企業としては、やはり土地が欲しいわけで、会社ごと買うと潜在債務承継などのリスクもあるので、会社までは買いたくはないといった話はあるかもしれません。

M 当然ながら、債権・債務も引き継ぐことになる。だからその点に関しては、監査（デュー・ディリジェンス）をしっかり入れてプロセスを踏む必要がありますね。畳んだ事業が正しく精算処理されているかというエビデンスも重要。そこがWin-Winであるポイントであり、市場としてのポテンシャルも高いが注意すべきポイントですね。

F まさにそのようなデュー・ディリジェンスをきちんと行った上で、リスクを明らかにし、最適なスキームのアドバイスをすることが法律事務所である弊所の役目であると思っております。

(*)分筆　登記上の一つの土地を複数に分けて登記する手続き