

多国籍銀行による出資の決定要因

—ベトナムの金融改革—

山口昌樹*

Research Group of Economics and Management

No. 2009-E04

2009.7

* 山形大学人文学部准教授、E-mail: yamaguch@human.kj.yamagata-u.ac.jp

多国籍銀行による出資の決定要因[†] ーベトナムの金融自由化ー

山口昌樹[‡]

平成 21 年 7 月 23 日

1. はじめに

1986年のドイモイ政策への転換から20年余を経てベトナムは2007年1月11日にWTOの150番目の加盟国となった。WTOへの加盟によってベトナムは銀行部門の門戸を外国銀行に開くこととなった。WTO加盟によって課されるコミットメントはモノの貿易だけでなくサービス貿易にも及ぶ。2007年からわずかな期間しか経過していないが外国銀行の銀行部門への参入は目を惹くものがある。本稿は多国籍銀行の参入行動を分析対象として取り上げる。

多国籍銀行の実証研究で参入行動の分析に用いられてきた枠組みは2つある。1つは追従仮説と主導仮説のいずれが進出動機の説明として妥当かを検証する手法である。もう1つは進出先の選択において有力な要因を探るという手法である。これらの枠組みでは多国籍サービス業を分析することが想定されている。なぜなら説明変数として自国企業の直接投資額が含まれており、自国企業の進出先における金融サービス需要を重要な参入動機と捉えているためである。

本稿では別の枠組みを用いる。現段階の多国籍銀行で注目を集めるのは多国籍リテール業である。この業務では自国企業の金融サービス需要は有力な参入動機ではありえない。それゆえ従来の分析枠組みは使えない。そこでLanine et al. (2007) に倣って市場支配仮説と効率性仮説のいずれがベトナムの事例に妥当するかを検証する。市場支配仮説とは外国銀行が進出先でのシェア獲得を目的として規模の大きな地場銀行をターゲットに出資するという説明である。一方、効率性仮説は外国銀行が経営効率の劣った地場銀行に出資とともに技術移転を行って企業価値を向上させると説明する。

そこで分析のために2つの課題を設定する。1つは近年における外国銀行の参入動向についてその全容を浮き彫りにする。ベトナムの銀行部門は相次ぐ改革によって目まぐるしく動いている。それゆえ全体像を描き出すという作業が現状に追いついていない。ここではドイモイ以降の時系列的な変化の中に外国銀行の参入を位置づける作業によって銀行部

[†] 本稿は科学研究費補助金（若手研究（B）課題番号：20730202）による研究成果の一部である。

[‡] 山形大学人文学部准教授、E-mail: yamaguch@human.kj.yamagata-u.ac.jp

門の産業構造を描き出す。

もう1つの課題は参入動機の検証である。検証は出資された銀行と出資されていない銀行とを比較して両グループの間の違いを検出するという手法を用いる。具体的には地場銀行の財務データを用いて仮説に関連する指標の平均値に違いがあるかを統計的手法で分析する。得られた結果から多国籍リテール業における参入パターンを見出す。この検証は外国銀行による出資への上限規制という政策を評価する基礎作業とも言える。

次節の以降の構成は次の通りである。第2節ではモノバンク制からの20年に渡る改革過程を追う。改革過程は大きく2つの時期に分類できる。前半は分権的市場構造を志向して金融自由化を推し進めた時期である。後半は自由化によって堆積した不良債権問題のために政府による介入強化と銀行部門の再編が進められた時期である。こうした過程を経て形成された銀行部門の構造についても解説する。次にWTO加盟以降における外国銀行の参入を追ったのが第3節である。外国銀行の動向として目立っているのは地場銀行への出資と現地法人の設立である。個別の外国銀行がどのように参入を果たしたかを網羅的に記述することで参入動向の全容を示す。第4節は多国籍銀行の参入動機を紹介する。紹介に当たってはベトナムの文脈からと先行研究での考察の両面から記述する。第5節において統計的手法を用いて多国籍銀行の出資行動を検証する。この作業によって参入動機を明らかにした上で多国籍リテール業にとって持つ意味を考える。最後に、むすびにおいて本稿で明らかになった知見をまとめる。そして、残された論点を指摘する。

2. 銀行部門の改革

2.1 モノバンク制からの移行

中央集権的経済体制を採用する国家に多くみられるようにベトナムもモノバンク制を採用していた。インドシナ戦争中の1951年に中央銀行であるベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam）が設立されている。モノバンク制ではその名が表すように国家に銀行が1つしか存在しない。つまり、ベトナム国家銀行は金融政策ばかりでなく信用供与という商業銀行業務も担っていた。

モノバンク制と市場経済体制における銀行部門とは大きく異なる。銀行の基本的機能と言えば、融資審査によって貸し手に関する信用情報を生産して資金を融通することを通常は想起する。審査によって投資プロジェクトの可否を見極め、限られた金融資源を配分することは一国の経済成長に資する。しかし、モノバンク制において中央銀行は政府計画に従って資金を配分する執行機関であった。

また、ベトナム国家銀行の機能を補完することを目的に2つの金融機関が設立された。1つはベトナム復興銀行（Vietnam Reconstruction Bank）が1957年に設立された⁽¹⁾。もう1つは1963年に設立されたベトナム外国為替貿易銀行（Vietcombank）である。同行はドイモイ以前には海外取引が許可された唯一の銀行である。両行の設立目的は特定分野への資金融通を促進することであった。3つの銀行が存在していたがその機能は政府計画

に従った政策貸出であり、ドイモイ以前の銀行システムはモノバンク制であったというのが実態である。

モノバンク制から分権的銀行システムへの移行は1988年から着手された。なお、ベトナム共産党第6回大会で書記長に選出されたグエン・バン・リンがドイモイというスローガンが打ち出したのは1986年である。従来の社会主義的生産関係の実現という目標は修正され生産力の増大を重視する方針が採られた。このスローガンの下で計画経済から市場経済原理を伴う経済体制への移行が追求される。

2000年までの金融改革は新規参入によって分権化を進めるという方向性を持っている。この分権化は2つの段階を経ている。第一段階は1988年の二層銀行システムへの改変である。第1層に位置づけられるベトナム国家銀行は金融政策と金融監督に専念することとなった。これにより商業銀行業務はベトナム国家銀行から分離した。分離した部門は独立しベトナム国家銀行の産業部がベトナム工商銀行（**Incombank**）、農業部がベトナム農業地方開発銀行となった。モノバンク制のもとで政策貸出を実施していた **Vietcombank**、**BIDV** を併せた四大国有商業銀行の体制が確立し、これら国有商業銀行が第2層に位置づけられる⁽²⁾。なお、ベトナム国立銀行法（**Ordinance on State Bank of Vietnam**）と金融機関法（**Ordinance on Banks, Credit Cooperative and Financial Enterprises**）が1990年5月に可決したことで二層銀行システムへの転換が公式に示された。

国有商業銀行は国有ということでその特色は政策的な色合いを帯びている。既述のように **Vietcombank** は海外取引について独占的な地位にあり最大規模の銀行である。**BIDV** と **Incombank** は産業振興のための資金供給を特徴としており、重工業の設備投資や政府プロジェクトへの中長期貸出の比率が高い。ベトナム農業地方開発銀行は人口の8割が居住する農村部での融資活動に注力している。このため店舗展開も地方を中心としており最大の店舗網を有する。つまり、国有商業銀行は業務内容において棲み分けを行っていた。しかし、1990年の金融機関法によって業際規制は廃止され国有商業銀行間での競争が起こる環境が整備されている。また、子会社としてリース、証券、投資顧問といった他の業態の金融会社を保有することも可能になっている。

新たな金融機関として発足したのは国有商業銀行だけではなかった。社会政策の一貫として3つの政策銀行が設立されている。2006年にベトナム開発銀行（**Vietnam Development Bank**）に名称変更された開発支援基金（通称は**DAF**）は1999年に発足している。**DAF** が担っているのは日本の旧開銀、輸銀に相当する業務である。また、社会政策銀行は1995年に設立された。なお、同行は **Bank for the Poor** が2002年に社会政策銀行へと名称変更したものである。1997年に創設されたメコン住宅開発銀行は当初は住宅金融の推進が目的であった。しかし、メコン川デルタでの住宅開発計画が頓挫したため現在では商業銀行として操業している。こうして国有商業銀行と政策銀行から構成される国有銀行グループが形成された。

金融改革の次の工程は民間資本による商業銀行の設立を認める第2段階に入った。1990

年から株式制商業銀行（joint-stock bank）が次々と設立された。その数は1996年には52行に達した。それと同時に外国資本が銀行部門に参入することも許可されている。参入形態は2つある。1つは支店開設であり1991年から許可されている⁽³⁾。もう1つは現地資本と合弁銀行を設立して参入するという形態である。1995年までに5つの合弁銀行が設立されている。数多くの銀行設立は急速な経済成長に伴う資金需要の増加が後押ししたものである。また、銀行の新規参入は所有形態の多様化をもたらした。

2. 2 銀行危機と銀行再編

2000年に入り銀行改革の流れは停滞せざるをえない状況となった。1990年代の新規参入に伴う問題が蓄積しもはや政府としても看過できなくなった。それは不良債権問題である。不良債権比率は1990年代末には20%を超えていたと報告されている。ただし、この数値はベトナムの基準を適用したものであり国際基準を適用すれば30%に達していたと国際金融公社は推測している。銀行部門の健全化のために銀行部門の自由化政策は政府介入路線へと大きく揺り戻された。

不良債権の多くは国有商業銀行の貸出が劣化したものである。その発生原因は国有商業銀行が国有企業へ野放図な融資を継続したことによる。中央銀行から分離・独立した国有商業銀行は商業ベースの貸出を志向したものの政策貸出の慣例は1990年代を通じて継続した。政策貸出では国有企業による投資プロジェクトの収益性や貸出の採算は一般に度外視される。政策貸出からの移行が緩やかなものであったため国有商業銀行は巨額の信用コストという重荷を背負うことになった。

一方、株式制商業銀行においても審査能力の欠如によって不良債権問題は発生していた。さらに、経営不振の人民信用公社を母体として設立された株式制商業銀行が多く、この場合は過小資本に陥っており経営基盤は脆弱であった。また、相次ぐ参入によって50行を超える株式制商業銀行が乱立したことが競争環境を厳しいものとした。さらに一部の株式制商業銀行はファミリー企業や関連する国有企業によって設立されたことで経営の私物化が見られたと報告されている。

銀行部門再建のために政府がとった対応策は二本立てであった。国有商業銀行に対しては政府主導で不良債権処理が進められた。2000年に首相決定として金融セクター再編計画が策定された。この計画では2001年から2010年にかけて国有商業銀行を再建するという方針が打ち出された。2000年以前に発生した不良債権を集中的に処理するため国有商業銀行5行に9.9兆ドン（700億円）の公的資金が注入され資本増強が図られた。

不良債権処理については2000年に国有商業銀行が個別に資産管理会社を設立した。資産管理会社に不良債権を移管することで集中的に債権回収が可能になる。銀行から資産管理会社に債権が移管されたものの資本規模が小さかったことや回収ノウハウの不足から実態は移管された担保物権を管理するだけというものであった。そこで政府は財務省が管轄する国有機関であるDebt and Asset Trading Company (DATC) を設立した。厚い資本基盤

を有する DATC は国有企業の債務を購入して不良債権処理を進めた。

また、不良債権を発生させた根本原因である国有商業銀行の行動様式を正すための計画が提案されている。まず、政策貸出と商業貸出とを分離することで国有企業の予算制約をハードなものとする。次にリスク管理や資産負債管理といった専門部署を立ち上げる組織再編によってリスク管理体制を確立する。国際基準の会計基準、自己資本比率規制といったプルデンシャル規制を整備することで銀行行動の健全化を図った。

さらに 2004 年にはベトナム国家銀行が国有商業銀行の上場計画を策定している。株式上場のメリットは資本増強のみではない。株主の多様化による企業統治の改善も期待されている。株式市場からの監視により銀行は企業価値の増大のために効率化や金融技術の強化といった動機付けを持つことになる。Vietcombank は 2007 年 1 月に上場が許可されていたが株式市場の低迷のために上場が遅れていたが 2009 年 6 月にホーチミン証券取引所に上場した。以上のように国有商業銀行の不良債権問題を解決するに当たって政府は全面的に関与していた。

株式制商業銀行の再建に政府が大きく関与することはなかった。過小資本の弱小銀行については整理淘汰が行われた。経営不振の 14 行については清算あるいは免許取り消しという事態となった。また、4 行については中央銀行の特別管理下に入った。生き残りのために合併によって規模拡大をするという選択も取られた。こうした再編劇によって 1996 年に 52 行という乱立状態にあった株式制商業銀行は 2004 年には 37 行にまで整理統合された。不良債権の処理についても自助努力が株式制商業銀行には求められた。処理に際しては引当金の積み増し、担保処分、債務の株式化やリスケジュールによる債務再編といったオーソドクスな手法が取られ地道な債権回収の努力がなされた。

現在では不良債権の 9 割は処理が終了したと報告されている。20%を超えていた不良債権比率も 2007 年には約 3%まで低下した。ここに至ってようやく 2007 年の WTO 加盟への準備が整うこととなった。ここまでの銀行部門の改革の歴史的経緯である。

2. 3. 銀行部門の産業構造

銀行部門の構造をマクロとミクロの両方の観点から概観する。まず、マクロの観点から金融深化の度合いを測ることで金融部門の発展状況を見る。金融深化とは国内における金融仲介の発展を指す用語である。金融資産のストック、具体的には $M2 \div GDP$ で計測されることが多い。M2 は現金通貨、預金通貨、準通貨から構成される。M2 の増大は貯蓄手段として銀行預金が信認を得ていることを意味する。それと同時に国民の希少な金融資産が銀行部門によって資金動員されるという側面も併せ持つ。動員された資金は銀行の金融仲介機能によって設備投資等のプロジェクトへ融通され経済成長の促進に貢献する。

金融深化の状況は図表 1 から読み取れる。1990 年代における $M2/GDP$ 比はほぼ 20%と低迷していた。この比率は東南アジア諸国と比較しても低いものであった。これはベトナム・ドンに対する信認が低かったことや農村地域への金融システムの浸透が不十分であっ

たためである。服部（1995）では実物資産が安全資産として選択されていた実態が報告されている。所得の高い階層においては金での資産保有が高い。所得の低い階層では金の比率も高いが粃米・米も安全資産として選好されていた。

2000年代に入り金融深化は急速に進行した。2007年にM2の残高はGDPを超えるまでになった。近隣諸国との比較でもタイを抜いてマレーシアに迫る勢いである。金融深化をもたらしたのは現金保有の増大ではなく銀行預金の急増である。この背景には銀行システムの安定化への取り組みや高い経済成長による所得の伸びがあると推察される。

しかし、銀行システムの浸透は地方にはまだ本格的に波及していない。その証拠にベトナムでは銀行口座を保有しているのは人口の10%に満たないと言われている。銀行利用が立ち遅れている理由としては銀行に対する理解が低いこともあるが銀行への不信感が強いことが大きい。2000年代における株式制商業銀行の破綻の以前にもベトナムでは信用組合の連鎖倒産を経験している。銀行部門の改革直後に協同組織の信用組合が乱立し1990年には約300社にのぼった。これは法的枠組みの欠如によって助長されたものである。

乱立による競争激化のため信用組合は月利15%の高金利で預金を集めた。しかし、15%の高金利に見合う貸出先があるはずはない。1990年には預金払い戻しが出来なくなった信用組合の倒産が連鎖し、混乱した預金者による銀行取付に発展した。そのため依然として資金の調達・運用を相互扶助組織であるホー（南部ではフイ）を利用するという行動が見られる。

銀行システムが一国全体に行き渡るにはまだ時間がかかる。しかし、銀行利用度の低さは今後の高い成長余力を表している。その意味で銀行にとってはベトナム市場は高い期待を抱かせるマーケットである。

次にミクロ的観点から銀行部門の産業構造を俯瞰する。ベトナムの銀行部門は図表2にあるように多様な銀行が存在する。国有銀行としては国有商業銀行が5行、政策銀行が2行存在する。ただし、Vietcombankはドイモイ以前から存在する国有商業銀行であったが株式公開によって株式制商業銀行に分類換えされている。民間資本の銀行として株式制商業銀行が37行、合弁銀行が5行、外国銀行支店が33行ある。また、2008年から5行の外国銀行に対して現地法人としての銀行設立が許可されている。

銀行市場の特徴は寡占的競争である。国有商業銀行が貸出残高の7割を占めている。とりわけ国有企業向け貸出ではそのシェアは9割に達する。国有商業銀行が圧倒的なシェアを握る銀行市場の競争度は低いと考えられる。しかし、近年は株式制商業銀行が貸出シェアを伸ばしている。2007年の数字であるが株式制商業銀行のシェアはハノイでは17.6%と低いもののホーチミンでは38%にのぼる。株式制商業銀行の主要な貸出先は中小企業である。このところの高い経済成長は中小企業の勃興を後押ししている。中小企業の成長が株式制商業銀行の顧客基盤を拡大させてシェアの伸びにつながっていると推察できる。ただし、従来は国有企業を主な貸出先としてきた国有商業銀行が民間企業へと貸出先をシフトしてきている。すでに民間向け貸出残高は国有企業向け貸出を追い抜いている。国有商業

銀行と株式制商業銀行との間で顧客争奪は激しくなっており、銀行市場の競争度は高まってきた。

急成長している株式制商業銀行は 37 行と数が多く、規模・業務面での違いもあり一括りに論じることはできない。IFC (2008) は株式制商業銀行を 3 つに分類して紹介している。第 1 グループは Techcombank、Sacombank、Vietnam International Bank、Asia Commercial Bank、East Asia Commercial Bank の上位 5 行である。第 2 グループは規模は上位行に及ばないものの市場を確立している 19 行から構成される。このグループの中には Hanoi Building Commercial Bank や Viet A Commercial Bank などが含まれている。第 3 グループは 2007 年に地方株式制商業銀行から都市株式制商業銀行に業態転換した小規模行である。

銀行市場の動向としてはリテール業への高い関心が目を惹く。例えば、Asia Commercial Bank が自動車ローン、住宅ローン、クレジットカードといった業務をベトナム南部を中心に積極的に展開している。また、国有商業銀行であった Vietcombank もリテール業を活発に手がけている。同行はドイモイ以前からの国有商業銀行であり優良な国有企業、とりわけ輸出関連企業への貸出シェアは圧倒的である。そのため、ホールセール業を志向していると考えられがちだがクレジットカードの発行に一早く乗り出している。また、証券会社、資産管理会社を保有し、保険会社に出資するというように複線的にリテールに取り組んでいる。

3. 多国籍銀行の参入

3. 1 地場銀行への出資

2007 年 1 月の WTO 加盟によってベトナムの金融改革は新たな段階に入った。この加盟に伴いサービスの貿易に関する一般協定 (General Agreement on Trade in Services: GATS) の基本原則に従って銀行部門を 7 年以内に対外開放することとなった。GATS の基本原則の中に市場開放に関するコミットメントがあり、このコミットメントにおいて外国銀行の参入を約束している。また、WTO 加盟に先立ち「2010 年までの金融セクター開発に向けた目標・方針および 2020 年へ向けたビジョンに関する首相決定 2006 年 112 号」が公表されている。この計画では参入の自由化と金融監督行政の国際水準へのキャッチアップを目標として掲げている。

多国籍銀行が外国へ参入する場合の形態としてはまず駐在員事務所が挙げられる。駐在員事務所では現地の情報収集や国内での取引先企業の海外進出支援が主な業務である。支店を開設するための準備段階に位置づけられる。なお、2009 年時点で駐在員事務所の設置数は 54 ヶ所である。次の参入形態は支店である。支店開設によって預金、貸出といった金融サービスを提供できるようになる。駐在員事務所の設置では費用のみが発生するが支店で営業することで収益を獲得できるようになる。ただし、支店での参入のケースでは支店数が制限される。このため取引相手は自国からの進出企業が主になる。

WTO 加盟による金融自由化の加速を受けて新たな参入形態が目立ってきている。その1つが地場銀行への出資である。出資については2007年4月の首相議定69号「ベトナムの商業銀行に対する外国人投資家による株式保有に関する首相議定」で詳細に規定されている。外資が全体として出資できる比率の上限は30%と設定されている。そのうち個別戦略投資家が出資できるのは15%までである。ただし、ベトナム国家銀行の許可が得られれば20%まで出資が可能になる⁽⁴⁾。

これまでの出資案件を図表3にまとめてある。戦略投資家はグローバル展開を志向する金融機関とアジア地域での集中展開を志向する金融機関に大きく分けられる。前者の中でもHSBCグループはベトナム進出に積極的な姿勢を示している。HSBCがTechcombankに対して2005年にまず10%の出資を実施している。その後、2007年に15%へ、2008年には20%へと出資比率を引き上げておりベトナムで初めて20%の出資を許可されたケースになった。HSBCとTechcombankとの関係は資本面に限定されたものではない。ATMネットワークの接続、クレジットカードや消費者ローンにおける技術支援で5年間で13.5百万ドルを拠出している⁽⁵⁾。

スタンダードチャータード銀行も2008年に追加出資を行って出資比率を15%に上げており関与を強めている。Asia Commercial Bankへの出資ではリスク管理やリテール業務における技術協力を含めた戦略的提携を結んでいる。2009年にはATMの相互接続や共同ブランドのクレジットカードを発行するなどの協力を進めている。この他にドイツ銀行、BNPパリバ、ソシエテ・ジェネラルといった欧州の銀行は地場銀行への出資ばかりでなく、とりわけリテール分野での協力関係を構築している。

アジア地域に集中展開する金融機関の中ではANZグループのSacombankへの出資が目立つ。同グループはSacombankの顧客基盤とANZの金融技術、経験が組み合わせられることで大きな成長を目論んでいる。出資は2005年であるが翌年の2006年7月にSacombankは銀行として初めての上場を果たしている。また、提携に基づいてクレジットカードの合弁会社も設立された。なお、ANZグループはアジア地域においてすでにPanin Bank（インドネシア）、Metrobank（フィリピン）、ANZ Royal Bank（カンボジア）、天津市商業銀行（中国）に出資しており多国籍リテール業を面展開している。

マレーシアのMay Bankも新興国において地場銀行の出資に活発に動いている。2008年にはパキスタン第4位のMCB Bankに15%の出資をし、インドネシアのBank Internasional Indonesiaを買収している。ベトナムのAn Binh Commercial Bankへの出資も一連の出資戦略の一環と考えられる。

シンガポールのOCBCはVP Bankへの関与を追加出資によって強めている。協力関係の下で行員のスキル向上を支援しており人材の教育訓練に700万ドルを提供した。トレーニーをシンガポールで受け入れるなど金融技術の長期的な開発をサポートしている。OCBCとしてはベトナムでの中小企業貸出と消費者貸付の潜在性を評価しての出資であった。なお、VP Bankは2007年にATM1000台の購入決定し積極的な店舗拡大を進めておりリテ

ール銀行をビジネスモデルとして志向している。

三井住友銀行による Eximbank への出資は邦銀の動向としては注目に値する。出資は消費者ローン、クレジットカード業務の協働やリスク管理におけるノウハウ提供の一貫である。邦銀の海外展開については先進国金融機関への出資が 2008 年に次々と実施され証券業務のようなホールセール業が軸となっている。その動向のなかにあって今回の案件は邦銀では数少ない多国籍リテール業を志向したものであるため今後も注目していきたい。

ベトナム市場で地歩を築くには戦略的投資は確実な方法である。WTO 加盟からの短期間で多くの金融機関が出資を実行している。2008 年秋の金融危機以後は出資の動向は一段落している。しかし、新興国の中でもフロンティアと目されるベトナム市場への参入は今後も継続すると予想される。

3. 2 現地法人の設立

現地法人の設立によって参入するという動きはごく最近になって目立ってきている。WTO の加盟によってベトナムは 100%外資銀行の参入を 5 年以内に達成するというコミットメントを負った。ただし、加盟前の 2006 年に 100%外資銀行の設立に関する規定を盛り込んだ首相議定 22 号が制定されている。

参入形態における支店と現地法人との違いは内国民待遇である。GATS の基本原則の中にある内国民待遇とは自国民と外国民を同等に扱うという内容である。外国銀行の支店に業務制限が課される。例えば、ドン預金の受け入れについては 2006 年までは資本金の 350% という上限があった。この制限は徐々に緩和の方向へ向かっている。2007 年 1 月には 650%、2008 年 1 月には 800% と上限は引き上げられている。現地法人の場合はこうした規制が無い。さらに支店や営業所の出店も容易になる。そこで外国銀行は現地法人の設立申請を行い、これまでに 5 行に対して現地法人の設立許可が下りている。

最初に許可が下りたのは HSBC グループであった。2008 年 3 月の許可の後に準備を進め 2009 年 1 月に営業を開始した。現地法人である HSBC 銀行 (ベトナム) はホーチミンに本店を構え、支店はハノイと FDI が活発な省であるビンズオン省に設置した。また、2009 年 4 月と 5 月にはハノイとホーチミンに 6 つの営業所を開設している。Vietnam News の 2009 年 7 月 2 日において HSBC 支配人 John Coverdale 氏は現地法人が店舗拡大を優先事項としていると発言している。HSBC グループのベトナム展開は多面的である。Techcombank への出資の他にも出資先である保険会社 Bao Viet 社が Bao Viet 銀行を新規に設立するという具合にベトナム市場で高い存在感を示している。

2 番手はスタンダードチャータード銀行である。2008 年 9 月に設立許可を得ている。なお、現地法人の免許は 99 年間という期限が付いている。同行はベトナム市場に国際銀行業務の経験を持ち込みたいという意向を示している。現法化によって店舗網を拡大し、そのネットワークに新たな、とりわけリテールの金融商品やサービスを載せることを目論んでいる。そのためにも 20 支店から 30 支店を目指したいと東南アジア地区 CEO の Ray

Ferguson 氏は発言している⁽⁶⁾。

残る 3 行はアジア地域で業務展開する多国籍銀行である。ANZ グループは 1993 年にハノイ支店を開設してリテールから企業貸出まで幅広く手掛けてきた。Sacombank の証券会社にも 10%を出資してベトナム市場での足場を固めている。2008 年にはベストリテール銀行賞を受賞しておりリテール業へ注力している姿勢がうかがわれる。個人客へのアクセスはインターネットバンキングはもちろんのこと既にモバイルバンキングを手がけている。同行が 3 番手として免許を交付されたのは 2008 年 10 月のことであった。

2009 年 1 月に 2 つの銀行に対して許可が下りている。1 つは韓国の新韓銀行、もう 1 つはマレーシアの Hong Leong 銀行である。先進国でないアジア諸国の銀行までもが海外展開をしているのは国内事情に起因する。韓国市場はほぼ飽和状態であるしマレーシア市場はイスラム金融の台頭で競争が激化している。そこで海外でのリテール事業に活路を見出して積極策に打って出ているわけである。

多国籍銀行が参入を目指す新興国の中でもベトナムはその最前線に位置づけられる。2007 年の WTO 加盟に伴う銀行部門の対外開放が進む状況にあって多国籍銀行は多様な参入形態を用いてベトナム市場での地歩を築こうとしている。参入は先進国ばかりではなく近隣のアジア諸国の銀行も巻き込んで激しい競争が起こっている。

4. 多国籍銀行の進出動機

4. 1 動機の俯瞰

ここで活発な外国銀行の参入が起こっている背景を探りたい。外国銀行の進出動機にはベトナム市場の高い潜在性がある。高い潜在性を裏付けるデータの 1 つは人口規模である。ベトナムの人口は現在は約 85 百万人であり、約 61 百万人のタイや約 26 百万人のマレーシアと比べて大きい。また、2010 年半ばには人口は 1 億人を超えると予測されている。

さらに 30 代以下の人口が 58%を占めるという人口構造が持つ意味は大きい。近年の経済成長によってベトナムの 1 人当たり所得水準は 2007 年に 800 ドルを越えた。こうしたデータから消費意欲の旺盛な中間層が台頭することが期待される。中間層の消費は家電、自動車、住宅といった消費財に向かい、この消費行動からリテール金融サービスへのニーズ増大が見込まれる。

また、銀行利用がとりわけ地方で普及していないことも高い潜在性の裏づけになる。ベトナムにおける銀行口座の保有は人口の 10%に満たない。獲得した富の貯蔵は金のような実物資産やハードカレンシーであるドルのたんす預金というのが実態である。ただし、今後の経済成長や銀行部門への信認の醸成によって農村部へも銀行利用が浸透すると考えられる⁽⁷⁾。以上のように現在のところベトナム市場の規模はまだ小さいが成長の余地が多く残されている。このため外国銀行は長期展望をもってビジネスを考える必要がある。

参入を受け入れるベトナム側は外国銀行の参入から得られる果実を享受すべく動いている。地場銀行が参入から得られるメリットは株式制商業銀行への出資案件で直接的に観察

できる。複数の株式制商業銀行はリテール業に経営資源を傾注している。各行は個人客との接点を蜜にするため ATM の増設やネットバンキングに乗り出している。こうした確立された情報技術が必要とされる場面で外国銀行との戦略提携が果たす役割は大きい。また、提供する金融サービスや金融商品についても外国銀行が培ってきた経験や洗練されたサービス・商品のノウハウを利用できる。

4. 2 先行研究

外国銀行による出資の効果は動機に依存する。出資によって個別銀行の効率向上が見られれば銀行部門全体の効率押し上げへと波及する。そのため出資の効果が如何に顕在化するかは政府にとっても関心事である。出資の動機に際しては複数の観点から考慮することになるが Lanine et al. (2007) によれば大きく 2 つの考え方があり、1 つは効率性仮説である。効率性が高い外国銀行が効率性の低い地場銀行に出資するという説明である。出資に伴って外国銀行は金融技術や経営管理手法を地場銀行に移転して地場銀行の X 非効率性を改善する。こうした効果が現れるには相応の時間が必要であるため外国銀行は受入国への長期的関与が求められる⁽⁸⁾。もう 1 つは市場支配仮説である。このケースでは市場シェアが高い地場銀行が買収のターゲットになる。シェア獲得が外国銀行の目的であるため出資した地場銀行の効率性には関心がない。金融当局にとっては憂慮すべき事態である。

出資の動機としてどちらの見方が現実をより説明できるかについて先行研究が蓄積されている。先行研究では効率性仮説を採択できるかどうかによってこの論点に応じている。先行研究での検証方法は大きく 2 つに分かれる。1 つはイベントスタディである。クロスボーダー M&A の報道に株式市場がどう反応したかで検証する。報道によって超過収益率が観察されれば M&A は企業価値の増加をもたらす、ひいては効率性の向上につながると評価されたことになる。イベントスタディを用いた先行研究では効率性仮説は採択できていない。Cybo-Ottone et al. (2000) や Beitel et al. (2004) では正の異常収益率は検出されなかった。

もう 1 つの手法は外国銀行の参入が効率性の改善をもたらしたかを検証する。具体的には個別行への出資の有無によって効率性に違いが出るかを見る。この手法に関しては中東欧の移行国を対象とした研究が多い。Grigorian et al. (2006) や Fries et al. (2005) では外国銀行が出資している銀行で効率性が高いという結果を得ている。このように手法によって結果は異なっている。しかし、いずれの手法もベトナムには援用できない。出資対象となった銀行は上場していなかったため株式市場の評価を確認できない。また、出資が実施された案件は直近のものが多いため効率性を計測するという手法もそぐわない。

そこで本稿ではどういう銀行が出資対象となったかという視角から課題に接近する。地場銀行のマイクロデータを用いてターゲットとなった銀行とそうでなかった銀行とを比較する。収益性や企業規模といった財務面にグループ間で有意な差が検出できるか検証することでどちらの仮説が有効なのかに答える。

5. データによる検証

ベトナムの銀行の財務データは Bureau van Dijk 社のデータベース BankScope から入手した。このデータベースは銀行行動のミクロ分析においてよく利用されている。分析対象は株式制商業銀行のみとした。理由の1つは国有商業銀行に対する出資の実績が無いことである。法律上は国有商業銀行への出資も株式制商業銀行と同様の取り扱いになっている。しかし、銀行関係者の間では国有商業銀行への出資はハードルが高いと認識されていることが業界誌でのコメントからうかがえる。また、合弁銀行についてはすでに外国資本が入っているため分析から外した。サンプルの選択によって分析対象となった銀行は 21 行であった。データの対象期間は 2004 年から 2007 年の 4 年間である。

比較分析のためにサンプルを出資があった銀行と出資がない銀行に分ける。ここで注意が必要なのは出資があった銀行のデータの取り扱いである。出資があった年の前年のデータを出資があった銀行のデータに分類する。出資があった 2 年前以前のデータについては出資がなかった銀行のデータに分類する。出資された後のデータはサンプルには含めない。出資された年のデータもサンプルには含めない。これは出資に伴う費用が発生している可能性があるためである。以上のようなサンプルの取り扱いは先行研究である Lanine et al. (2007) に倣った。

両グループの比較に用いた変数は 4 つのグループに分けられる。1 つ目の分類は企業規模を捉える変数群である。その 1 つは *SIZE* である。*SIZE* は銀行の総資産額を 2000 年を 100 とした消費者物価指数で基準化して自然対数をとった数値である。分析期間におけるベトナムの消費者物価上昇率は 7% から 8% と高い。分析に使っているのはプール・データであり名目値をそのまま使うことはできないため実質化した。もう 1 つは *LYOKIN* である。この変数は預金額を消費者物価指数で除して実質化した数値の自然対数値である。これら 2 つの変数で市場支配仮説が妥当するかを検証する。

次のグループは銀行の収益性に関する 3 つの変数から構成される。そのうちの 2 つは ROA と ROE である。もう 1 つは *NIM* である。*NIM* は純利鞘を表し純金利収入を収益資産 (earning assets) で除して算出する。費用面から経営効率を捉えるのがもう 1 つの変数群である。このグループは *NIEXP* と *CI* の 2 つの変数を含む。*NIEXP* は非金利費用を総資産で除した数値である。*CI* は総費用の総収入に対する比率である。2 つの数値とも値が小さければ費用効率が高いと評価できる。これらの変数は経営効率を捕捉するものであり効率性仮説の検証に用いる。

最後のグループは自己資本比率を表す *CAP* と貸出行動を捉える *LTA* である。ここでの自己資本比率は BIS 規制におけるものとは異なり株主資本を総資産で割った数値である。*LTA* は純貸出の総資産に対する比率である。以上の変数を用いて出資された銀行とそうでない銀行とを比較する。なお、分析に用いる変数の一覧を図表 4 にまとめてある。

グループ間で変数の平均値に差が存在するかを検定する。検定にはウィルコクソンの順

位和検定を用いた。独立した二群の平均値の差を検定するには t 検定がポピュラーである。しかし、t 検定を用いるにはサンプルの正規性が前提として求められる。この前提が満たされない場合はノンパラメトリック検定を使用することが適切である。ここでの分析はサンプル数が少なく正規性が確保できていない変数が大半であった。そこでウィルコクソンの順位和検定を検定手法に選択した⁽⁹⁾。

比較結果は図表 5 の通りである。まず目に付くのは企業規模に関連する変数での有意な差である。総資産、預金の両方の尺度ともに被出資行の方が平均値が高い。多国籍銀行がベトナム参入に当たって企業規模の大きな株式制商業銀行をターゲットにしていることが分かる。企業規模の大きさは店舗網の代理変数である。規模の大きな銀行ほど保有する支店数は多く密な販売ネットワークを国内に張り巡らせている。比較結果は外国銀行が充実した店舗網を持つ地場銀行のリテール業務に積極的に関与しようとする傾向を示唆する。こうした行動は市場支配仮説と整合的な結果であると解釈されよう。

一方、効率性仮説を支持する根拠は薄弱なものであった。収益性に関連する変数は *ROA* と *ROE* については被出資行の平均値が出資されていない銀行を上回っているが統計的に有意ではなかった。外国銀行が収益性の低い地場銀行に出資して効率性を高めることを狙っているという行動は観察できなかったことになる。費用効率については *NIEXP* で被出資行の平均値が相対的に低い結果が出た。つまり、外国銀行がターゲットとした株式制商業銀行は出資されなかった銀行と比較して費用面で優れている。この結果は効率性仮説とは相容れない結果である。なお、被出資行の費用効率の優位は規模の大きさからもたらされている可能性がある。

比較結果は市場支配仮説を支持すると解釈できる。外国銀行が出資対象として選択したのは規模の大きい優良行である。こうした地場銀行への出資によってベトナム銀行市場での地歩を確実なものにしようとする思惑が読み取れる。第 1 章では中東欧諸国への参入動向を観察した。図表 1-2 では出資対象となった地場銀行が高い市場シェアを持っていることを明らかにした。優良行を足場として新興国に参入するというパターンは多国籍リテール業において一般性のある動向と言える。

ところで、分析結果によって効率性仮説が棄却されるわけではない。外国銀行との戦略提携が経営効率の改善に結びつくかを見極めるには今しばらく時間がかかる。これは多くの出資はここ 2, 3 年で実施されているためである。効率性改善の検証には財務データが蓄積するのを待つ必要がある。効率改善の効果が出るかは監督当局にとっても大きな関心事である。少数株主としての外国銀行による出資が経営改善に結びつかないのであれば制度変更を考慮する必要がある。多国籍銀行論という研究潮流においてだけでなく政策的な観点からも効率改善は今後も注視を続けるべき論点である。

6. むすび

本稿が取り組んだ論点は多国籍銀行が新興国へ参入する動機であった。多国籍サービス

業を分析対象とする場合には立地選択の決定要因や追随仮説の検証といった手法で参入動機が分析されてきた。しかし、多国籍銀行において多国籍リテール業を手がけるために新興国へ参入する動向が主流であるため従来とは異なった枠組みで参入動機を検証する必要があった。そこで先行研究で用いられている市場支配仮説と効率性仮説という分析軸を採用した。分析対象はベトナムを取り上げた。同国では2007年のWTO加盟を契機に金融部門の対外開放を進めている。この金融自由化の流れの中で外国銀行に対する門戸が開かれ、地場銀行への出資と現地法人の設立という形態での参入の動きが目立っている。この動向は参入動機を検証するための格好の分析材料であった。

本稿のポイントは2点に絞られる。第一に、WTO後における外国銀行の参入状況をつぶさに追った点である。ベトナムの銀行部門について情報を取得するのは未だに困難である。今回の分析ではトムソンロイター社のThomson ONE Bankerデータベースやベトナム現地の英字報道を利用して纏め上げた。この作業によって地場銀行への出資と現地法人の設立という新たな動向の全容を示すことができた。

また、外国銀行の参入をドイモイ以降の銀行改革の時系列変化に位置づけるという整理作業も行った。この作業は現在の銀行部門の産業構造を浮き彫りにすることが目的であった。国有銀行が貸出において大きなシェアを握り銀行部門は寡占的構造にある。しかし、株式制商業銀行や外国銀行が積極的な業務展開によってシェアを伸ばしている。金融自由化は銀行部門の競争度を高める方向に作用している。

第二に、参入動機を比較分析によって検証した。市場支配仮説と効率性仮説のいずれが多国籍銀行の出資行動を説明するのにふさわしいかが課題であった。分析では出資された銀行と出資のない銀行とにグループ分けをし、仮説と関連する財務データについて差があるかを検定した。結果は市場支配仮説を支持するものであった。多国籍銀行の出資対象となった地場銀行は企業規模が相対的に大きいことが確認された。また、費用効率については被出資行の方が数値が小さく効率性仮説の予想とは逆の結果であった。

多国籍銀行による出資対象の選択には多国籍リテール業が関係している。リテール展開では顧客に対する販売網の構築が前提であるため規模の大きな地場銀行が選好されたと推察できる。中東欧諸国での事例でも同様の動きが観察されており、多国籍リテール業における行動パターンとして一般性を持つと言えよう。

残された課題を2つ指摘して本稿を終えたい。1つ目は効率性仮説の再検討である。出資規制によって少数株主にならざるをえない多国籍銀行が地場銀行の効率改善にどこまで関与するかは今後の検討課題である。山口(2009)の中国の事例では効率改善は顕著なものではなかった。この課題は金融自由化の政策評価をするという観点からも不可欠な作業である。

2つ目は現地法人での参入をどう評価すればいいのかという論点である。とりわけ出資と現地法人の両方の形態で参入する事例が多いことが評価を難しくしている。解明すべき点は両形態で参入することの動機と経済的合理性、現地法人が競争に与える影響が挙げられ

る。こうした論点を検証するにはデータの蓄積を待つ必要があるため引き続いてベトナム銀行部門の動向を見守る必要がある。

注

- (1) ベトナム復興銀行は 1981 年にベトナム投資建設銀行 (Bank of Investment and Construction) と名称変更された。その後、1990 年にベトナム投資開発銀行(Bank for Investment and Development of Vietnam)と名称が変わり BIDV と呼ばれている。
- (2) Incombank は 2008 年にベトナム産業貿易銀行 Vietnam Bank for Industry and Trade (通称は Vietinbank)と名称を変えた。
- (3) 参入は許可されたものの外国銀行の支店に対する規制は厳しかった。例えば、支店開設の免許は 20 年という期限があった。また、15 百万ドルの最低資本金が課されベトナム・ドン建ての預金受け入れは 1.5 百万ドルまでに制限された。
- (4) 国有商業銀行についても出資は可能であるがこれまでのところ実績は無い。また、国有商業銀行の場合は 7-10%しか出資できないという見方がある (The Banker, 2008 年 1 月、87 頁)
- (5) HSBC グループは銀行の他にもベトナム最大の保険会社 Bao Viet 社に対して 2007 年に 10%の出資を実施している。HSBC グループの進出は多面的でありベトナム市場への強い期待が読み取れる。
- (6) スタンダードチャータード銀行は 2008 年 3 月に Vietinbank と業務提携を締結した。協力分野は決済、銀行間貸出、シ・ローン、格付け、債券引受などと幅広い。
- (7) 2008 年から政府機関の給与振込が開始されており銀行利用の拡大に弾みがついている。
- (8) 動機を俯瞰するとどの外国銀行もベトナムにおける長期展望を持っているように思われる。しかし、2009 年に入り ANZ グループは Sacombank との協力関係を見直し出資を引き上げる方向で協議していることが明らかとなった。
- (9) ロジットモデルによって被出資行の特徴を明らかにするという分析方法もありうる。しかし、ベトナム一国を対象とした場合はサンプル数が少ないために精度の高い推計は無理である。

参考文献

- 今井昭夫・岩井美佐紀 (2004) 『現代ベトナムを知るための 60 章』 明石書店
- 荻野洋子 (2008) 「ベトナム金融セクターの現状：成長経緯と競争激化」 (坂田正三編『変容するベトナム経済と経済主体』 調査研究報告書、アジア経済研究所)
- 金子由芳 (2007) 「ベトナム」 (アジア経済研究所『アジア金融セクターの規制緩和に関する法制度研究』 平成 18 年度金融庁委託調査)
- 川本明人 (2006) 「グローバル化のもとでの金融業の国際展開と欧米メガバンク」 『修道商学』 第 47 巻第 1 号, 79-107 頁
- 鶴谷学 (2008) 「ベトナム銀行ノンバンクの動向」 ベトナム金融セミナー (2008 年 2 月 7 日) 資料、野村総合研究所
- 服部亮三 (1995) 「財政・金融」 国際協力事業団ベトナム国別援助研究報告書、現状分析編 第 4 章
- 山口昌樹 (2009) 「中国銀行業への戦略投資家の出資－経営効率は改善したか?－」 『証券経済研究』 第 66 号, pp.51-69 日本証券経済研究所
- Beitel, P., Schiereck, D. and Warburg, M. (2004) “Explaining M&A success in European banks,” *European Financial Management*, 10(1), pp.109-139
- Cybo-Ottone, A. and Murgia, M. (2000) “Mergers and shareholder wealth in European Banking,” *Journal of Banking & Finance*, Vol.24. No.6, pp.831-859
- Fries, S. and Taci, A. (2005) “Cost efficiency of banks in transition: Evidence from 289 banks in 15 post-communist countries,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, pp.55-81
- Grigorian, D. A. and Manole, V. (2006) “Determinants of commercial bank performance in transition: An application of data envelopment analysis,” *Comparative Economic Studies*, 48, 497-522
- Hoang, T. L. (2006) “An update on non-performing loans resolution and banking reform in Vietnam,” a report presented in the Fifth Forum for Asian Insolvency Reform, 27-28 April 2006, Beijing, China
- IFC (2008) *Vietnam: Financial sector diagnostic 2008*, <[http://www.ifc.org/ifcext/mekongpsdf.nsf/AttachmentsByTitle/Financial-Diagnostic-VN/\\$FILE/Financial-Diagnostic-VN.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/mekongpsdf.nsf/AttachmentsByTitle/Financial-Diagnostic-VN/$FILE/Financial-Diagnostic-VN.pdf)> (最終アクセス 2009 年 7 月 22 日)
- Lanine, G. and Vennet, R.V. (2007) “Microeconomic determinants of acquisitions of Eastern European banks by Western European banks,” *Economics of Transition*, Vol.15 (2), pp.285-308
- Saigon Securities Inc (2007) *Banking in Vietnam*, <<http://www.ssi.com.vn>> (最終アクセス 2009 年 7 月 22 日)

The Wall Street Journal (2008) “Vietnam allows foreign banks to open wholly owned units” September 9, 2008

図表1 M2/GDPの推移

(単位：%)

	1995	2000	2003	2005	2007
ベトナム	19.8	44.6	61.6	77.3	109.6
マレーシア	84.7	98.9	128	121.9	122.2
タイ	79.1	105.4	115.5	107.7	97.6
インドネシア	48.6	53.9	47.5	43.4	41.7
フィリピン	51.8	61.6	56.7	52.6	54.2
中国	103.8	152.2	162.2	158.3	163.6

(出所) IMF, International Financial Statistics より筆者作成

図表2 ベトナムの銀行部門

国有商業銀行	Vietnam Bank for Industry and Trade (Vietinbank) Vietnam Bank for Agricultural & Rural Development Bank for Investment & Development of Vietnam (BIDV) Bank for Foreign Trade of Vietnam (Vietcombank) Mekong Delta Housing Development Bank (MHB)
政策銀行	Vietnam Bank For Social Policies Vietnam Development Bank
株式制商業銀行	37行
合併銀行	5行
外国銀行支店	33行
人民信用金庫	926支部

(注) Vietcombank は株式上場により株式制商業銀行に分類されることとなった。

(出所) ベトナム国家銀行ウェブサイト等より筆者作成

図表 3 出資案件リスト

年	出資対象行	戦略投資家	国籍	出資比率
2002年	Sacom Bank	IFC	国際機関	10
2005年	Asia Commercial Bank	IFC	国際機関	8
	Asia Commercial Bank	Standard Chartered	英国	8.56
	Sacom Bank	ANZ Banking	オーストラリア	10
	Techcombank	HSBC	英国	10
2006年	VP Bank	Overseas Chinese Banking	シンガポール	10
2007年	Habubank	Deutsche Bank	ドイツ	10
	Techcombank	HSBC	英国	5(15)
	Orient Commercial Bank	BNP Paribas	フランス	10
2008年	Eximbank			10
	Eximbank	Mitsui Sumitomo	日本	15
	Asia Commercial Bank	Standard Chartered	英国	6.16(15)
	Phuong Nam Bank	UOB	シンガポール	10
	Seabank	Societe Generale	フランス	15
	An Binh Commercial Joint Stock Bank	Maybank	マレーシア	15
	Techcombank	HSBC	英国	5(20)
	Phuong Nam Bank	UOB	シンガポール	5(15)
	VP Bank	Overseas Chinese Banking	シンガポール	5(15)

(注) カッコ内の数値は出資比率の累計を示す。

(出所) Thomson ONE Banker データベース、各種報道より筆者作成

図表 4 変数の一覧

変数	定義
企業規模	
<i>SIZE LN</i>	(総資産額/消費者物価指数)
<i>LYOKIN LN</i>	(預金額/消費者物価指数)
収益性	
<i>ROA</i>	税引き前利益/総資産
<i>ROE</i>	税引き前利益/株主資本
<i>NIM</i>	純金利収入/収益資産
費用効率	
<i>NIEXP</i>	非金利費用/総資産
<i>CI</i>	総費用/総収入
その他	
<i>CAP</i>	株主資本/総資産
<i>LTA</i>	純貸出/総資産

図表 5 比較結果

変数	出資あり				出資なし				Wilcoxon p-value
	平均	標準偏差	最小	最大	平均	標準偏差	最小	最大	
<i>SIZE</i> **	4.68	0.49	3.89	5.44	3.95	1.09	1.69	7.14	0.01
<i>LYOKIN</i> *	4.05	0.62	3.24	5.05	3.36	1.18	0.51	6.76	0.03
<i>ROA</i>	1.74	0.35	1.09	2.25	1.49	0.48	0.22	3.07	0.07
<i>ROE</i>	18.28	8.53	8.82	33.77	14.23	4.85	3.09	26.13	0.33
<i>NIM</i>	3.20	0.13	2.88	3.25	3.21	0.19	1.94	3.25	0.43
<i>NIEXP</i> *	1.58	0.36	0.79	1.95	1.91	0.51	0.40	3.43	0.03
<i>GI</i>	35.92	9.50	18.82	49.30	39.86	6.70	26.69	52.56	0.28
<i>CAP</i>	11.81	4.92	4.58	18.67	11.90	7.23	4.76	46.26	0.62
<i>LTA</i>	49.70	8.01	39.60	63.93	56.82	16.40	22.00	82.19	0.15

(注) *, ** はそれぞれ 5%、1%水準で有意であることを示す。