

第5章 経済成長の持続と金融

植 田 健 一

I. MDG と SDG

国連のSDG(Sustainable Development Goals)は、2015年から2030年に向けての目標として策定されたが、二つの源流がある。一つは21世紀への変わり目に設定された同じく国連のMDG(Millennium Development Goals)であり、これは2015年までの目標であり、発展途上国の経済発展と貧困削減にフォーカスしたものである。もう一つは、1997年の京都議定書など一連の会議で2015年に発効したパリ協定による気候変動への対応など環境面の国際的取り組みである。SDGと言うとなぜか日本では環境面が強調されるが、その名前からみても、また17のより具体的なゴールのうちのはじめのいくつかのものや全体に占める割合を見ても、かなりMDGを承継発展させたものとしての意味合いが強い。

ミレニアムというのは世紀という意味であるので、21世紀への変わり目から発効した目標の名前に使われるのはよくわかるが、なぜ2015年にはdevelopment goalsの形容詞がサステナブルとなったのか。そして金融は其中でどういう意味を持つのか。これらについて、本稿では、2000年から2014年までワシントンの国際通貨基金(IMF)で働いていた際見聞きしていた、場所と時代のエトスというようなものを交えて、説明したい。もちろん、私見であり、私の身の置いていた環境によるバイアスがかかっているかもしれないことを先にお断りしたい。

経済発展に携わる国際機関には、ワシントンの世界銀行と隣の国際通貨基金、およびニューヨークの国際連合(特に国連開発計画)の二つに潮流がある。先進国から見ると、前者は基本的には開発金融を通じて、先進国が低利でお金を貸すことにより経済発展を自発的に促すものであり、後者は無償で資金を与えるものである¹。前者のガバナンス構造が、資金を出している額に応じての投票権に基づくものであり、株式会社とりわけ銀行を模したものである一方、後者のガバナンス構造は一国一投票に基づくものであり、国で言えば議会を模したものである。必然的に、前者では経済発展は自発的なものであり、それを側面支援をする、もしくはできれば世界銀行グループの国際金融公社のように、民間と共同で(民間銀行との協調融資などを通じ

¹ なお、発展途上国のための開発金融を主たる業務とするのは世界銀行である。国際通貨基金(IMF)は、経済危機に陥った国に流動性供給を行うほか、経済危機に陥らないようなモニタリングを行うことが主要業務と言って良い。しかしながら、低所得国に対しては、経済成長や貧困削減といった目標も業務遂行の際に重要視されている。

て)、ある程度のリターンが望めるものに投資するということになる²。その一方、国連では、救貧という考えが中心であり、平等、貧困削減、環境といった社会全般に関わる政策がとりわけ重視される感がある。

II. 融資基準

世界銀行やアジア開発銀行(ADB)などでは、融資が返済されることが大前提ではあるが、環境や労働基準などの政策は、貸出の際の融資条件として重視される。これは、後述のような議論を踏まえて、主要国間で納得した融資基準である。この融資基準は民間銀行との協調融資でも採用される。この基準は、より環境・社会的政策を重視する立場から見れば、物足りないものかもしれない。

しかし、実はそのアセスメントに時間がかかったり、またその結果、融資が実行されないこともありうる(Dollar, 2018; Ueda, 2018)。そこで一部の発展途上国に不満があることも否めない。そこに、例えば、中国の国家開発銀行などが融資を伸ばしたり、またアジアインフラ投資銀行(AIIB)の構想が出てきたりしたのである。

邦銀が発展途上国に融資する際も、特に公共政策を考える義務はないため、中国の国策銀行のように身軽に動けるかもしれないし、また中国の国策銀行との協調融資もしたいかもしれない。しかしながら、ここは世界銀行やアジア開発銀行と同等な環境基準や社会基準を融資基準として採用すべきである。

さらに言えば、そのような融資基準を世界規模で採ることが重要である。貿易などを通じて先進国の製造業の工場は、発展途上国の工場とそのコストで競争している。そのコストの差が、同じ労働に対する低い賃金ならば、競争に負けることは資本主義社会の帰結であり、仕方がない。明治以降の産業革命期や戦後の日本も、低廉な賃金でも真面目に働く労働者によって、経済発展を遂げたとも言えるのである。しかし、もし発展途上国の企業が、長時間の労働賃金を未払いにしたり、労働者の安全性を無視した工場を作ったりするなど、悪質な労働条件を持ち、また廃液を垂れ流すなど環境負荷を無視するなどすれば、その製造コストを不当に有利にする。これは(邦銀の主要融資先の)先進国の製造業にとって脅威であるだけでなく、発展途上国の国民の多数を占める労働者にとっても決して良い状況ではない。そうした状況を改善するために、世界全体の(少なくとも先進国の)企業およびそれを支える金融機関は、自国だけ

² ただし、最貧国に対して、かなり低利な貸出や無償贈与も行っている国際開発協会も、世界銀行グループの一員である。なお、世界銀行グループの中心が、国際復興開発銀行であり、世界銀行(World Bank、世銀)と呼ばれる。

でなく、発展途上国における環境基準や労働基準なども重視すべきなのである³。

III. 持続しにくい経済成長

MDG を掲げている際に、経済成長に関わる研究者が発見したことがある。それは、アフリカなどの低所得国でさえ、1960年代や2000年代など、高成長をする期間があったということである。つまり、それらの国は成長をしないわけではなく、それが急に止まることが問題ということである。ラテンアメリカも同様であり、いわゆる経済危機によって、何度も成長が突然止まることを繰り返している国が多い。すなわち、経済発展(development)ができないわけではなく、持続しない、サステナブルでないわけである。そこで、いかに経済発展をサステナブルにするかが、問題となり、ゴールとなった。すなわちSustainable Development Goals である。

時はちょうど2011年ごろ、アラブの春があった。アラブ諸国はそれまで豊富な石油収入を使い、国民に多くの還元をすることで政治的不満を抑え、政権を維持していたが、その頃は石油価格の下落などにより、それが厳しくなった。不満を爆発させた民衆が立ち上がったのだが、中東の政府は、なんとかして国家のお金を使わずに自発的な経済成長が持続しないだろうか(sustainable development)という願いを持った。

なお、このように貧困や不平等を根に持った政治不満、革命、部族間の衝突など(総じて conflict と呼ばれる)による経済の突然の停滞は、サハラ以南のアフリカや、一部ラテンアメリカでも顕著なものでもある。そこで、その根本的な要因である貧困は、MDGに引き続き、SDGでも第一に掲げられることとなる。

しかしながら、MDGの主要目的である世界の絶対的貧困の半減は、主に中国とインドの経済発展によって達成されたことがわかっている(Sala-i-Martin, 2006)。つまり、経済発展そのものが絶対的貧困に対して有効であり、表裏一体のものとも言える⁴。

経済発展の研究には様々な分野が枝分かれしてあるが、その中に金融と経済発展(Finance and Growth)という分野がある。経済発展の類型は、例えばGershenkron (1962)によって、三つに類型化された。一つ目は、多くの起業家による経済発展である。この例としては、産業革命の最初であるイギリスの事例や、最近ではシリコンバレー、またアジアでは台湾の工業化などが知られる。二つ目は、金融資本家(大銀行)を中心とした、様々な分野に事業を抱える企業グループによる経済発展である。これは、産業革命期のドイツ、フランス、アメリカ、そし

³ なお、このような視点はTPPにも入っており、フェアな貿易の条件に環境基準や労働基準を入れている。そこが中国などが首肯できないところでもあり、また中国が入らないことを疑問視して、トランプ政権が抜けるという状況の一因ともなった。

⁴ しばしば世界銀行基準と呼ばれる絶対的貧困の基準は、一日の所得が1ドル以下が長らく使われてきた。今では、約2ドル(1.9ドル)を基準としている。

て日本が例とされ、ドイツや日本はある程度その影響をいまだに引き継いでいる。近年でも、韓国、タイ、インドネシアなど東アジアの多くの国で、また、実はヨーロッパの多くの国も、こうした企業グループが中心の経済ということがわかっている。三つ目の類型は、国家による計画経済であり、旧ソビエト連邦が典型であるが、戦中や戦後すぐの日本なども当てはまると言える。こうした類型を参考にしつつ、金融はどういう意味で持続的な経済成長と関係するのか、経済学のこれまでの研究成果を、以下で俯瞰する。

1. 金融自由化とさらなる金融深化

まず、三つ目の類型(政府介入・計画による経済成長)だが、逆に、できる限り金融システムにおける政府の介入を低下させ、民間に自由に任せること(金融自由化)が、経済発展にとって良いことが研究結果として知られている。これは、比較的簡単な実証分析でもわかっており(King and Levine, 1994; Beck, Levine, and Loayza, 2000)、また、経済理論に基づくより精緻な実証分析でも明らかにされている(Townsend and Ueda, 2010)。

より具体的には、金融自由化には主に五つの側面がある。そのどれもが、政府による直接的介入を、撤廃または緩和させることである。政府の直接的介入の一つ目は、国による民間銀行の貸出先への介入(directed credit)である。日本では、例えば戦後の傾斜生産方式の時にはあったが、その後は無くなってきている。二つ目は、金利規制である。日本では、1980年代後半には貸出金利が自由化され、1990年代初めには預金金利が自由化されている。三つ目は、銀行の免許要件や支店規制などの参入規制である。支店規制とは、例えばアメリカで(州によるが)1970-80年代まで、銀行が本店所在地以外の町に支店を出すことを禁じていたことなどがあり、それに比べると日本では以前より比較的自由であった。また、アメリカなどでは、一般事業会社(スーパーマーケットなど)の銀行業参入と銀行業の一般事業(商業など)への参入は、原則厳しい垣根がある(銀商分離)が、日本では一般事業会社の銀行業への参入は容易である(逆はまだ厳しいが)。四つ目は、国際資本取引規制である。外資の投資の自由に関するものだが、日本では、ほぼ1980年代に自由化されたと言えよう。五つ目は、国営の金融機関のシェアである。これについては、日本では、日本政策金融公庫や商工中金などの政策金融機関が、減少したとは言え、かなりのマーケットシェアを依然持っている。(なお、政府が過半数の株を持つうち銀行なども、研究上はほぼ国有としてみなされることが多い。)また、日本の信用保証協会の保証の水準と対象は世界でもトップレベル(IMF, 2013)である。このような点には改善余地があると言える。

なお、金融自由化によって、各国で自由な金融による(コネなどによらない)効率的な企業間の資金配分をもたらしてきていることが確かめられている(Abiad, Oomes, and Ueda, 2008)。そのため、金融自由化は、ジェンダー間の平等の達成にも有効である。例えば、アメリカでは、銀行内での能力を基にした昇進が促され、銀行における女性の管理職が増加し

たことが知られている(Black and Strahan, 2001)。また、(厳格な結論はまだ出ていないものの)発展途上国の多くのマイクロファイナンスでは、それまで借りることのできなかった女性起業家への貸出がなされ、功を奏しているという実証研究も多い。このように、金融自由化によって、金融機関がより積極的に利益を追求することとなり、埋もれた才能や企業を世に出すことになったのである。その結果が経済成長に結びつくこととなる。

2. 金融と企業グループ

二つ目の類型である金融を中心とした企業グループ中心の経済成長だが、それ自体は決して悪いわけではない(Ueda, 2013)。だが、広義のコーポレート・ガバナンスの問題が生じやすい。つまり、往々にして、グループの中心となる創業家や持株会社が、出資比率は低くとも企業をコントロールする仕組みを作り、また不透明な会計などを通じて、一般投資家(少数株主)の利益を損ないかねないのである。

この問題は特に1997-98年のアジア金融危機の際に、欧米投資家が東南アジアにおけるそのようなカラクリに気づき、資金を引きあげた一因としても知られる。そのため、2000年代初頭には、OECDや世界銀行、アジア開発銀行などを中心に、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿に関する報告書が作られ、各国がコーポレート・ガバナンスを前後して改革してきている(OECD, 2003)。なお、一般にコーポレート・ガバナンスの制度を改善すると経済がより成長することが、実証研究でわかっている(Laeven, de Nicolo, and Ueda, 2008)。

昨今は、リーマン・ブラザーズやAIG、ドイツ銀行などの事例を受け、銀行を含む金融グループのコーポレート・ガバナンスにも、学術研究と政策実務の双方で、議論が高まってきている。これは、預金が公的に保護されている場合の、非伝統的な銀行活動に関するインセンティブの歪みとして、むしろ後述する金融危機の要因に関連するものである。

3. 起業家と経済成長

自発的な経済発展のためには、一つは起業家が起業しやすい環境、とりわけ金融システムを作ることが必要である。それは、例えば、ノーベル平和賞受賞者のユヌス教授が始めたグラミン銀行など、貧困や女性差別の中で埋もれている起業家を支援し、それでもそれなりのリターンを受けとるマイクロファイナンスの仕組みを作り、そこにお金を回すことである。これはまた貧困削減や不平等の低減にもなる仕組みである。一方、異なるようで似ているものが、シリコンバレーのベンチャーキャピタルである。そこでもまた担保も事業経験もない若者の才能とアイデアを見極め、投資するという姿勢が必要となる。

何れにしても、すでにお金があつたりコネがあつたりする人々が起業したり企業を経営して、それ以外の人々が労働者として働くという、いわば資本家ということを優遇する社会か

ら、才能があり努力もする人々に資本が投下され、利益率の高い彼らが起業したり企業を経営したりするという本来の資本主義の社会となる。所得という結果を見ると、貧しい努力家が貧困から抜け出し、不平等の低減にもなりうるし、一方、同様に貧しかった者のうち才能があり努力する人が成功するため、不平等が生まれることでもある。しかし、それらは才能があり努力する人に同様に開かれているべき機会の平等がなされたためであり、その上での結果の不平等は問題にすべきではない。

金融システムがしっかりと働けば、お金を持つ人から、才能ある努力家に資本が投資され、機会の平等がなされ、それで経済が発展するのである (Gine and Townsend, 2004; Kaboski and Townsend, 2011; Townsend and Ueda, 2006)。逆に、SDGでも問題にするのは、お金を持つ人しか雇う側にならず、才能が埋もれたままという、多くの発展途上国が面している機会の不平等とそれに付随する結果の不平等のスパイラルである。ひどい場合には、貧しい人がのし上がってこないように金持ちが制度的に邪魔をするという場合もある⁵。もちろん、女性は家にいるべきとか高齢者は隠居生活をすべきというような差別意識にも、同様の問題が孕んでいる。

IV. 金融危機と金融制度

1. 世界金融危機

SDGを策定し始めた2012年ごろ、ヨーロッパでは、それまで先進国には関係がないと思われていた経済危機とその後の大変な不景気が、ギリシャ、アイスランド、ラトビア、アイルランド、キプロス、ポルトガル、スペイン、など多くの国を襲った。GDP成長率(IMFによる)は、ギリシャで-9%、アイスランドで-7%、ラトビアで-14%など、日本の過去30年のどの年よりもはるかにひどいマイナス成長率であった。その後も、ギリシャを始めとして欧州各国は低成長を続けた。

こうした事態を受け、MDGでは、いわば先進国が上から目線で発展途上国を助けてあげようという感が否めなかったのに対し、SDGでは先進国も対象に含むこととなる。これは、経済成長というのは先進国でも突然止まることがあり、持続可能な経済成長というのは、先進国にとっても切実なゴールであるということが認識されたことにほかならない。

欧州の経済危機は、国家債務危機、銀行危機、通貨危機、など複合危機だった。ギリシャなど一部の国では、国家債務危機が起点であるが、多くの国では銀行危機がその起点であった。そこで、財政の健全性ととともに、銀行の健全性というものが、危機の最中とその後に

⁵ 例えば、小中学校の学費を高止まりさせ、必要最小限の教育を国民全体にさせない上で、ほんのわずかしかな進学しない大学の学費を無料にすることなど、発展途上国でしばしば見られる政策である。Rajan and Zingales (2003)の「Saving capitalism from the capitalists (資本家から資本主義を守ろう)」等を参照。

いて、大きな問題となった。

2. 預金保険制度と金融危機

そもそも、預金保険制度によって、銀行の資金調達、自己資本でなく、公的保護によって低利となる預金へ過度に依存しがちとなる。そして、公的保護があるために銀行を監視しない資金の出し手(預金者)が増えることで、貸出先のリスク管理も甘くなりがちである(モラルハザード)という問題も生じる(Karecken and Wallace, 1978)。

そこで、銀行の財務の健全性を確保するため最低限の資本水準を設定することが、1989年にバーゼル規制という形で、主要国で採用された。これは、間接的なプルーデンスル規制(prudential regulation)と呼ばれ、金融自由化の対象となった金利規制や貸出先指定、国際資本取引規制などの直接的規制と結果としての金融抑圧(financial repression)とは、区別される。

もちろん、預金保険制度は、例えば風評による預金者の取り付け騒ぎを防ぐことも理論的に明らかなため(Diamond and Diba, 1983)、預金保険制度それ自体は必要なものの理解が学会では中心であると言える。しかし、前述の通り、預金保険制度は、金融危機を呼び起こす可能性もあるという、二律背反なものと、理論的に解釈されうるのである。なお、この二律背反を呼ぶ論理は、また中央銀行の「最後の貸し手」としての機能の解釈に関しても同様である。

実証研究では、世界銀行と国際通貨基金の研究者によって、各国の預金保険制度の設立年が異なることを利用した回帰分析がなされ、その結果は預金保険制度が金融危機を起こす確率はプラスでもマイナスでもないというものであった(Demirgüç-Kunt and Detragiache, 2002)。しかしながら、風評被害を防ぐため預金保険制度は重要であることが理論的にわかっているので、モラルハザードの問題があったとしても、廃すべきでない。そこで、モラルハザードを最小限に抑えるために、一定の資本水準を保つべきという資本規制が求められるのである。

3. 世界金融危機後の金融制度

従来、強化されてきていた国際的なプルーデンスル規制の枠組みやコーポレート・ガバナンスの仕組みが、2008年の世界金融危機を受け、どこに問題があり、どのように強化すべきか、丁々発止と議論され、バーゼルIIIというさらに強化されたプルーデンスル規制の枠組みとして、少なくとも一旦は収束した。

世界金融危機後に、新たに焦点を当てられた問題は、国家による救済を、陰に陽にあてにして、リスク管理の甘い融資や、そうした銀行への無頓着な預金および社債や株券への投資といった行動であり、これは「大きくて潰せない」(Too big to fail, TBTF)問題と呼ばれる。

これは前述の預金保険制度をめぐる論理の拡大版といっても良い。しかしながら、難しいことに、預金保険制度とは異なり、国家による銀行救済は、多くの場合、法律や制度として事前に明確になっているわけではなく、何かコトが起きそうな時には政府が救済するであろうという人々の期待である。

したがって、そんなものはない(から規制強化反対)という意見も当然出てくることになる。そこで、まず実証研究で、実際にそのような人々の期待があったのかを確かめる必要性があった。そして、その期待とそれに基づき主要国の大きい銀行はかなりの便益を常日頃から受けていることが確認された(Ueda and Weder di Mauro, 2010, 2013; IMF, 2014)。

政策面では、TBTF問題に強く対処することが国際的な流れとなり、アメリカではドット・フランク法として、例えばFRBの金融機関に対する緊急融資が制限され、一方、欧州では銀行指令として加盟国による勝手な自国の銀行の救済を禁じた。その点、日本は異なり、1990年代の銀行危機の経験から、預金保険機構がいざという時には自動的に銀行救済に動くことができるようになっている。そのどちらの対応も両極端というのが私見だが、どのような制度に落ち着くべきかの探求はさらに続けるべきである。

4. 直近の金融制度の議論

実際、銀行の地位の優越性という競争政策とも絡み、アメリカでは、グラス・スティーガル法とその1990年代後半の撤廃の世界金融危機への影響、そして世界金融危機後のいわゆるボルカー・ルールに基づく自己勘定での売買の制限という議論の流れなど、一部は十分な研究を踏まえることなく制度変更がなされてきたため、改めて議論が高まってきたとも言える。

さらに、世界各国でも、日本でも、フィンテックなどの興隆により、新たな問題が出てきている。一方では、既存の銀行規制を逃れられるような決済専業などこれまで銀行の付随サービスと思われてきたサービスに特化する企業であり、それによる既存の銀行の利益源の減少である。他方では銀行と情報産業の双方を含む企業グループが出現してきており、その規制上の位置付けである。すなわち、銀行業務とは何か、そしてどの業務に(預金保険制度のような)保護をかけて、規制をすべきか、が再び議論の俎上にあがってきている⁶。

なお、世界各国の金融自由化前、日本ではいわゆる護送船団方式を取っていた時には、貸出金利と預金金利規制で利ざやが保証されていたこともあり、世界的に銀行危機が少なかったことが知られている。したがって、そもそも金融自由化をしなければ良かった、または元のように厳しい直接規制をかけるべき、という主張もある。しかしこれには、前述の通り、金融自由化は経済成長を平均的に増加させたという研究があり、とりわけ、金融危機を呼び起こしたとしても、それは減多に起こることではなく、その効果よりも経済成長を持続

⁶ 金融審議会金融制度スタディ・グループ(2018)や植田(2019)を参照。

的に増加させる効果の方が、全体として上回っているという研究が知られている (Ranciere, Tornell, and Wassermann, 2006)。

V. 結論

平成の時代、バブル崩壊があり、銀行危機があり、特に1990年代は、日本の労働者一人当たりの経済成長率は弱かったことが知られている。ただし、2000年代初頭以降は、リーマン・ショックの後を除けば、日本の労働者一人当たりの成長率は、アメリカや先進国平均と比しても遜色なく、日本の成長率の問題は労働者人口の減少の問題に他ならない。すなわち、日本で一人当たりの経済成長が止まったり、弱まったりするとすれば、ヨーロッパ諸国と同様、財政危機と金融危機であろう。この意味で、金融業界は持続可能な経済成長というゴールの達成を、大きく左右するのである。

現在、銀行業をめぐる状況は、その業務範囲、適切な規制などを含め、揺れ動いている。しかしながら、要求払い預金という短期の資金を預かり、企業の設備投資や家計の住宅購入費用などの資金を長期に貸出すという伝統的な銀行業務は、当面は不変に社会に必要とされるものである。そして、そのような銀行業において、銀行危機を呼び起こさないように、資本規制など間接的なプルーデンス規制やコーポレート・ガバナンスの仕組みを保ち、改善しつつ、直接的規制や国営金融機関などではできる限り無くしていくべきという道筋は揺るがないと言える。その上で、金融機関には、才能やアイデアがあり、努力を厭わない埋もれた企業を積極的に発掘することが、利益の源泉であると認識し、切磋琢磨することが求められる。その結果が、持続する経済成長ということになる。

参考文献

(邦語文献)

植田健一(2019)、「政策提言:金融制度の今後のあり方」、東京大学政策ビジョン研究センター、https://pari.ifi.u-tokyo.ac.jp/publications/policy190226_rge.html

金融審議会金融制度スタディ・グループ(2018)、「中間整理一機能別・横断的な金融規制体系に向けて一」、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180619.html

(英語文献)

Abdul Abiad, Nienke Oomes, and Kenichi Ueda, 2008, “The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?” *Journal of Development Economics*, vol. 87, pp. 270-282.

Thorsten Beck, Ross Levine, and Norman Loayza, 2000, “Finance and the Sources of

- Growth,” *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 261–300.
- Sandra E. Black and Philip E. Strahan, 2001, “The Division of Spoils: Rent-Sharing and Discrimination in a Regulated Industry,” *American Economic Review*, vol.91, no.4, pp.814-831.
- Asli Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache, 2002, “Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation,” *Journal of Monetary Economics*, vol.49, pp.1373–1406.
- Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig, 1983, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, vol. 91, No. 3, pp. 401-419.
- David Dollar, 2018, “Is China’s Development Finance a Challenge to the International Order?” *Asian Economic Policy Review*, vol.13, no.2, pp.283–298.
- Alexander Gerschenkron, 1962, *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Harvard University Press.
- Xavier Gine and Robert M. Townsend, 2004, “Evaluation of Financial Liberalization: A General Equilibrium Model with Constrained Occupation Choice,” *Journal of Development Economics*, vol.74, pp.269–307.
- International Monetary Fund, 2013, “Assessing Policies to Revive Credit Markets,” *Global Financial Stability Report*, October, Chapter 2.
- International Monetary Fund, 2014, “How Big is the Implicit Subsidy for Banks Considered Too Important to Fail?” *Global Financial Stability Report*, April, Chapter 3.
- Joseph P. Kaboski and Robert M. Townsend, 2011, “A Structural Evaluation of a Large-Scale Quasi-Experimental Microfinance Initiative,” *Econometrica*, vol.79. no.5, pp.1357-1406.
- John H. Kareken and Neil Wallace, 1978, “Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial-Equilibrium Exposition,” *The Journal of Business*, vol. 51, No. 3, pp. 413–438.
- Robert G. King and Ross Levine, 1993, “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol.108, no.3, pp.717–737.
- Gianni de Nicolo, Luc Laeven, and Kenichi Ueda, 2008, “Corporate Governance Quality: Trends and Real Effects,” *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17, pp. 198-228.
- Organisation for Economic Co-Operation and Development, 2003, *White Paper On Corporate Governance In Asia*.
- Raghuram Rajan and Luigi Zingales, 2003, *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business.
- Romain Ranciere, Aaron Tornell, and Frank Westermann, 2006, “Decomposing the

- Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth,” *Journal of Banking and Finance*, vol.30, pp.3331–3348.
- Sala-i-Martin, 2006, “The World Distribution of Income: Falling Poverty and...Convergence, Period,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol.121, no.2, pp.351-397.
- Robert M. Townsend and Kenichi Ueda, 2006, “Financial Deepening, Inequality, and Growth: A Model-Based Quantitative Evaluation,” *The Review of Economic Studies*, vol.73, pp. 251-293.
- Robert M. Townsend and Kenichi Ueda, 2010, “Welfare Gains from Financial Liberalization,” *International Economic Review*, 2010, vol. 51, pp. 553-597.
- Kenichi Ueda, 2013, “Banks as Coordinators of Economic Growth and Stability: Microfoundation for Macroeconomy with Externality,” *Journal of Economic Theory*, vol. 148, pp. 322-352.
- Kenichi Ueda, 2018, “Comment on ‘Is China’s Development Finance a Challenge to the International Order?’” *Asian Economic Policy Review*, vol. 13, pp.299–300.
- Kenichi Ueda and Beatrice Weder di Mauro, 2010, “The Value of the Too-Big-to-Fail Subsidy to Financial Institutions,” Chapter 6, *Financial Sector Taxation: The IMF’s Report to the G-20 and Background Material*, Stijn Claessens, Michael Keen, and Ceyla Pazarbasioglu eds.
- Kenichi Ueda and Beatrice Weder di Mauro, 2013, “Quantifying Structural Subsidy Values for Systemically Important Financial Institutions,” *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, pp. 3830-3842.