

論文審査の要旨及び担当者

No.1

報告番号	甲 乙 第 号	氏 名	鷺崎俊太郎 君
論文審査担当者	主 査	： 小室正紀 (慶應義塾大学経済学部教授 博士(経済学))	
	副 査	： 杉山伸也 (慶應義塾大学経済学部教授 Ph.D.)	
		： 斎藤修 (一橋大学名誉教授 経済学博士)	
	面接担当	： 辻村和佑 (慶應義塾大学経済学部教授 博士(商学))	
		： 武山政直 (慶應義塾大学経済学部教授 Ph.D.)	
(論文審査の要旨)			
申請論文 『近世・近代都市の土地市場分析 — 江戸・東京における不動産収益率の推移と賃貸経営の変化— 』			
<p>これまでの日本経済史研究において、都市における生産要素としての土地の市場史的側面や不動産経営史としての考察には余り注意が払われてこなかった。これに対して申請論文は、「近世・近代日本における都市の土地市場と不動産経営について、江戸・東京を事例とした不動産収益率という観点から長期時系列的に分析し、その意義を検討する点」を目的としている。</p> <p>その分析と検討は二つの視点から行うことを目指している。不動産収益率の動向を他の経済指標と比較するというマクロ的視野と、土地不動産を運用する地主の具体的経営行動について考察するミクロ的視野の両面である。特に前者に関しては、当該期間における都市の土地価格がファンダメンタルズ・モデル（地価を将来地代の割引現在価値と考えるモデル）でどこまで説明できるかを検証し、説明できない場合にはその理由を考察しようとしている。</p> <p>また、このような分析・検討において、3つの課題を設定している。第1は、地代・店賃や不動産経営収支に関する近世・近代を通じた長期時系列データの整理。第2は、江戸・東京の不動産収益率が同時代の国内金融資産市場で果たしていた役割。第3には、江戸・東京における土地不動産経営に関して近世から近代への連続と断絶の検証である。</p> <p>申請論文は、以上の課題を章ごとに時代を追いながら、以下の構成で論じている。</p>			
序章 近世・近代都市における土地市場史・不動産経営史研究の視角			
第1章 近世前期の江戸町屋敷経営と不動産投資：日本橋小舟町犬山屋神戸家の事例			
第2章 近世後期の江戸土地市場と不動産投資：収益還元法による地代・地価分析			
第3章 近世後期の江戸町屋敷経営と不動産収益率：三井家両替店請40か所の事例			
第4章 明治前期における東京の土地市場と不動産収益率：三井組東京所有地の事例			
第5章 明治期における東京の土地投資と不動産経営：丸の内に至る三菱の地所開発			

終章 結論と展望

第1章は、国文学研究資料館所蔵の犬山屋神戸家文書「店賃之覚」「店賃帳」を基本資料として、元禄～宝暦期（具体的には1695～1752年）に材木商犬山屋神戸家が日本橋小舟町で行った町屋敷経営の収支構造を明らかにしている。その収支は、同家の経営努力と租税負担の低率・逡減により黒字ではあったが、上家の減価償却費の支出などにより、高利の資産運用は期待しにくいものであった。それにもかかわらず、町屋敷経営が継続されたのは、17世紀の経済成長期が終焉するのに伴い貨幣需要が減退し、また貨幣改鑄により三貨相場が不安定化していたこととする。貨幣資産に比べれば相対的に安定的と思われた土地資産への投資が選択されたためだというのが申請論文の考察である。

第2章は、日本橋・京橋地区の町屋敷を事例に享保期から天保期まで（18世紀初期から1830・40年代まで）を対象に実質地代から収益還元地価を算出し、それと実際の土地売買価格のズレを如何に説明するかを考察している。なお、当該期間に関して地代と沽券金高の長期連続的資料が存在しないという史料的制約の中で、『東京市史稿』所収史料、三井文庫収蔵史料、国文学研究資料館収蔵史料等を一定の操作の下に統合することで、時系列的観察を行っている。その観察結果によれば、当該前期（18世紀まで）の沽券金高は高額の表店地代を当時の利子率で資本還元した現在割引価値を示していたが、当該後期（1800年頃以降）には低額の裏店地代を資本還元した程度に下落する。その原因は、前期については、低金利、貨幣供給量の増加、貨幣需要の減退などにより土地不動産への資産選択が活発化し、実質地価を上昇させたためと見ている。また後期については、長期持続的な物価上昇に伴い実質地代が下落し、土地不動産がリスクと鉢合わせの長期金融資産と見なされ、実質地価が大幅に下落したためと解釈している。

第3章は、『三井事業史』所収史料や吉田伸之、今井典子などの先行研究に紹介された史料に基づき、三井家による江戸市中40か所の1775年から1872年に至る町屋敷経営を取り扱っている。これらの町屋敷の不動産収益率は、1770～90年代の4%前後から1800年代に入ると4.5%近くまで上昇するも、1820年代から低下傾向を示し66年には2%前後まで半減したと算出している。このような利益の減少要因は、先行研究により指摘されているような度々の大火の発生や地代店賃引下げ令によるのではなく、1820年代からの長期持続的物価上昇による費用の増加に原因があったというのが本章の見解である。また、このように収益率は悪化していたが、三井家としては御為替御用引受けの担保として町屋敷の価値を維持する必要があると、町屋敷経営に資金を提供して収益性を下支えしていたと考察している。

第4章は、主に三井文庫所蔵史料を基に、明治前期における三井家の不動産経営の収益率を求めている。この時期に関する従来の研究では、地租改正により設定された改正

地価を分母として不動産経営の収益率を *under-estimate* していたが、本章では、改正地価は期首における土地の資産価値としては不適切であることを指摘し、徳川期の購入地についてはその沽券金高を、また明治期の購入地については購入代金を期首の資産価値として収益率を再計算し、三井家の活用地面全体では 1875 年に 5% 台、91 年には 9% 台であったことを示している。その結果、徳川期に購入された地面に関しては不動産収益率が幕末・維新时期で連続していることを確認。他方、明治期になって購入した土地は貸付けを行った際の流地として安価に入手したものが多く、そのため 2 桁を越える高い収益率であったことを明らかにしている。その上で、三井家の活用地面全体の収益率は、これらの 2 種類の不動産に関する平均像を示すものだと解釈している。

第 5 章は、主に三菱史料館所蔵の三菱本社文書や三菱地所株式会社文書を用いて、明治中期から後期にかけての、三菱による東京の土地投資と不動産経営を考察している。従来の見解とは異なり三菱は初期（1870~85 年）から、収益は微細ながらも積極的に貸地貸家経営を手掛けていた。また続く三菱社時代（1885~93 年）の前半（1885~89 年頃）の不動産投資は海運業や倉庫業という従来のビジネスとの関係を維持しながら木造長屋スタイル貸家を含む在来型不動産経営であった。しかし、このような経営は納税額の上昇や衛生対策の必要性から再検討を迫られることになる。これに対して三菱社時代の後半（1889 年頃~93 年）の不動産投資は神田三崎町の事例に見るように、広大な官有地の払下げを受け先行投資により市街地開発を行い、そこに大規模な生活関連社会資本を誘致するという経営を目指した。この市街地における貸地は高い収益効果を発揮したが、三菱は、そこに止まらず低利潤ながらも安全かつ快適な生活関連社会資本の供給を目指した。本章では、この点に三菱の経営の特色と「近代型不動産経営」の誕生を見ている。またそれが、三菱による丸の内開発のプロトタイプともなったとも位置づけている。

以上の 1 章から 5 章の分析結果に基づき、終章では、江戸・東京における土地市場の構造的な特色、不動産収益率の長期的推移と要素市場におけるその位置づけ、財閥における土地投資と不動産経営の意味が論じられている。その主な所論は以下のように要約できる。

- ① 不動産投資は貸付に比べ、50 年~100 年の長期投資であり、その点を無視して金利差だけで両者を比較することはできない。
- ② 不動産収益率と貸付利子率の間には密接な関係があったと推測できるが、両者の変化率の推移には数十年のタイムラグが生じていた可能性がある。
- ③ 1820 年代以降の物価上昇に伴う不動産収益率の低下・実質地代の停滞は、実質賃金の下落と相まって、資本を運用する人々により多くの所得をもたらした。このため、江戸市中の資本が、建設用材や取扱商品の生産地である農村部に投下されるとい

うことに繋がった可能性がある。

- ④ 19世紀前半に、実質地価がファンダメンタルズ・モデルに比して過大になったのは、土地不動産が資産所得としての魅力を備え、投資から投機の対象に変化したと想像できる。
- ⑤ 明治前期の不動産収益率は公定歩合、定期預金や貸付金利の動きと平行な関係にあり、また、不動産と公債・株式の資産価値は裁定取引により均等化してゆく傾向があった。
- ⑥ 明治初期の不動産経営は近世の町屋敷経営と基本的に変わらない「在来型不動産経営」であったが、その型の経営では土地収益力の上昇が見込めなくなり、1890年代には、大規模市街地開発、建築物の高層化・上質化、設備・安全性の充実により土地生産性を拡大する「近代型不動産経営」が誕生した。

以上に申請論文の内容を要約したが、本論文の何よりの価値は、各章で試みられた事例研究を通じて、17世紀末から20世紀初頭に至る不動産経営とその収益率の凡その動向を概観できるようにしたことである。この点は、同種の先行研究が存在しない現況の中で、高く評価すべきである。

しかし同時に、本論文は多くの課題も残している。その中でも、もっとも大きなものは、不動産収益率を長期時系列的に把握し他の経済指標と比較するという「マクロ的視野」と個別具体的不動産経営を考察する「ミクロ的視野」を如何に両立させるかという問題である。不動産収益率の長期時系列的把握のためには、個別具体的経営の史料を材料としながらも、その経営の特殊性を捨象し一般的収益率を推定して行かなければならない。一方、個別具体的経営分析に際しては、正にその特殊性が問題になってくるのであり、視角は別方向を向かざるを得ない。

例えば、第3章における災害としての大火の場合をとってみよう。これを、三井の個別経営に関する、ミクロ的考察とみることは可能で、実際そのような視点から書かれているように読めるが、それをマクロの制度的視点からみた徳川ー明治比較史の文脈においてみると、新しい問題が浮かび上がってくるのではないであろうか。

その他にも、「マクロ的視野」に関しては、いくつかのなお考慮すべき点がある。1870年代80年代の三井家不動産経営の収益率を考える場合、期首の資産価値として物価も貨幣価値も異なる170年程以前（17世紀末あるいは18世紀初頭）の沽券金高を用いることには、より慎重な検討が求められよう。

この点では、不動産収益率の長期動向を算出する場合に、分母を取得地価にすべきか時価にするべきかという問題もある。また、明治期に関しては地租改正に伴う改正地価

を収益率算出の分母とすることを本論文では避けているが、改正地価は、政府が価格操作をしている可能性が高いものの、基本的には収益還元法に基づいて算出されたものあり、算出状況を検討しつつ改正地価を使うことも試みしてみる必要があるだろう。

また、マクロ的要因、たとえば幕府の貨幣改鑄の影響分析のためには、地代を物価でデフレートせず、むしろ名目で算出して物価データと対応させて議論した方が論点を明確にしやすいとも考えられる。

また、土地・労働・資本という生産要素の一つとして都市における土地の収益性を考察するのだとすれば、地代と家賃の区別無く不動産収益率を析出して良いのだろうか。とりわけ、近代になると株式市場や証券市場など様々な投資先がある。そのような状況の中で、資本収益率ではなく不動産収益率で考えることが適切なのかという問題もあるだろう。

第二に、不動産経営に対する江戸期における改鑄あるいは貨幣政策の影響に関しては、今後一層立ち入った考察が必要だろう。例えば、神戸家の不動産経営に関して、収益の低下を人足費用の増大により説明しているが、その人足費用の増大因を1695年から1714年にいたる「銭高」の昂進に帰している。しかし、元禄・宝永の金銀貨乏質改鑄にもかかわらず、宝永改鑄の最末期（1710年前後）までは目立った銭高は生じていない。また、17世紀末より改鑄により三貨相場が不安定化し、土地への資産選択が進んだと解釈しているが、三貨相場が不安定化するのも元禄改鑄からではなく宝永改鑄最末期からではないだろうか。さらに、18世紀前半における現金から土地へという資産選択の加速は、三貨相場の不安定によるのか、正徳・享保改鑄による貨幣量の縮小に伴う経済の停滞によるのかも。これらの点も含めて貨幣政策と不動産経営の関係についてはなお考察が必要だろう。

ミクロ的視野に関しては、個別経営の特殊性の分析に今一步踏み込めないかという贅沢な望みも出てくる。収益は経営の意思決定により大きく左右されており、意思決定がいかんか為されたかの問題を取り扱えれば一層実態にせまることができる。例えば、明治期の三井と三菱の違いは、それぞれが市場参入する時期の経済環境が異なると同時に、それぞれを支えた人材の違いによる面も大きいと考えられる。

さらに、地理的空間的問題への関心も出てくる。例えば、江戸・東京は武家地が60%を占める特殊な都市であり、他の都市と比較した場合にどのような結果が出るのかは、今後考えるべき点かもしれない。あるいは、江戸・東京の中でのそれぞれの地域における土地利用の特殊性を押さえることで、個別具体例を全体へ位置付ける視点も望まれる所だろう。

以上のように申請論文は多くの課題を投げかけている。これらの諸問題について、論

論文審査の要旨

No.6

文審査担当者は、2月13日に申請者へインタビューを行った。質疑応答は、相互の学術的関心を一層昂進させるものであり、極めて有意義であった。また、申請者は今後の課題は課題としつつも、本申請論文において意図した所や史料的制約を的確に説明しており、その多くは首肯できる応答であった。

概して述べるならば、申請論文が多くの課題を投げかけているのは、同論文が未開拓の分野において多くの問題を発掘したということでもあり、本研究が今後さらに展開する可能性を残している証左でもある。また、そのことは、本申請論文が示した近世から近代に亘る不動産経営とその収益率の凡その動向の価値を貶めるものではない。

以上の点から、論文審査担当者一同は、申請論文は当該分野の研究に新たな貴重な一石を投じるものであり、十分に博士（経済学）の学位に相当すると全員一致で判断した。

(2014年2月25日)