

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-018

三菱合資会社の有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率

東京大学大学院経済学研究科
岡崎 哲二

2006 年 1 月

❁ 現在、CARF は第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARF ワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複製することは差し控えて下さい。

Portfolio Management and Profitability of Mitsubishi Zaibatsu

Tetsuji Okazaki (The University of Tokyo)

Abstract

This paper explores the change in the security portfolio of the holding company of Mitsubishi Zaibatsu (Mitsubishi Partnership) and its implication on the profitability of that company. First we confirmed that Mitsubishi Partnership substantially altered the portfolio from 1925 to 1935, especially in the early 1930s. Then we decomposed the profitability change into that due to the changes in the returns on the individual securities which had existed in the portfolio and that due to the change in the portfolio. We found that whereas the former factor was larger, the portfolio factor was also substantial and positively contributed to the profitability. It is suggested that the zaibatsu holding company secured profitability thorough management of the portfolio as well as thorough governance of the companies in which it invested.

三菱合資会社の有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率

岡崎哲二
東京大学

1. はじめに

三菱財閥は、一九一〇年代後半、三菱合資会社内部で経営してきた諸事業を株式会社（分系会社）として独立させ、持株会社としての三菱合資会社を頂点とする企業グループの形を整えた。これによって、三菱財閥の主要事業は証券化され、有価証券が三菱合資会社の主な収益源となった。本論文では、一九二〇年代後半～三〇年代前半における三菱合資会社の有価証券ポートフォリオの変動と投資パフォーマンスの関係を分析する。

三菱財閥については、三菱合資会社『社誌』に記載されているデータをはじめとして、財務関係のデータが整備されているため、この時期の有価証券投資とそのパフォーマンスに関する基本的な事実はすで明らかにされている。すなわち、一九三一年までの期間は、日本経済全体の長期不況の中で、三菱合資会社の有価証券投資額は停滞的であり、投資収益も低い水準にとどまった。これに対して、一九三二年以降は、重化学工業への有価証券投資が分系会社を中心に増加し、投資収益が増大した¹。

このような認識を前提として、本論文では、三菱合資会社による有価証券ポートフォリオの選択と投資収益率の変化の関係について、より立ち入って分析する。具体的には、生産性変化の要因分解に関する方法を応用して、投資収益率の変化を、収益率効果、構成比効果、交差効果、組み入れ効果、除外効果の五つの要因に分解する。この分析を通じて、一九二〇年代後半～三〇年代前半に、三菱合資会社の投資収益率変化をもたらした要因を定量的に把握することを試みる。第二節以降で述べるように、この時期、三菱合資会社の有価証券ポートフォリオは大きく変化した。上記の分析によって、ポートフォリオ変化に反映される同社の投資政策が、収益性にどのような含意を持ったかを明らかにしたい。

以下、本論文は次のように構成される。第二節では三菱合資の資産と収益の構成に関する基本的事実を確認する。第三節では投資有価証券の構成と個々の有価証券の収益率を把握する。第四節では上記のような収益率変化の要因分解を行う。第五節はまとめにあてられる。

2. 三菱合資会社の資産構成と有価証券投資

¹ 三島康雄編『三菱財閥』日本経済新聞社、一九八一年、一四五―一五七頁。旗手勲『日本の財閥と三菱』農林統計協会、一九七八年、二〇三―二〇八頁、二八〇―二九〇頁、三二七―三三一頁、岡崎哲二「三菱財閥本社の財務構造―一九二五―一九四四年度決算書の分析」本誌、創刊号、二〇〇〇年。

まず、三菱合資会社の資産と収益に関する基本的な事実を確認しておきたい。同社の総資産は、一九二〇年代半ばから二八年まで一億七千万円台で推移した後、二九年から緩やかに増加を初め、増加傾向は三二年以降、より明確になった（表1）。総資産の中で有価証券はほぼ一貫して七〇～八〇%を占めたが、一九三〇年代初めまで、その構成比は低下傾向にあった。代わって地所部資金と預金・金銭信託の構成比が上昇した。地所部資金は一九三〇年に八七〇万円から一六〇〇万円に増額された。一九二〇年代に地所部は、丸ノ内ビル（一九二三年）、八重洲ビル（一九二八年）、丸ノ内ガラージュビル（一九二九年）等を相次いで建設する一方、その資金は一九二二年以来、八七〇万円でごえ置かれてきた²。一九三〇年の増額はこのような事業拡大を反映したものと推測される。

表1 三菱合資会社の資産勘定

預金・金銭信託の構成比上昇は、不況下における有価証券投資収益率の低下を背景としたものと考えられる。図1は、三菱合資会社の、総資産利益率と有価証券平均配当・利子収益率の推移を示している。後者は一九二〇年代後半に六～七%台にあったが、三〇年以降、低下し、三一年には三・九%となった。これに対して、預金・金銭信託利回りは三〇年に四・一%であった³。有価証券構成比の低下傾向は一九三〇年代初めに止まり、三三年以降、急速な上昇に転じた。図1に示される配当・利子収益率の回復を反映したものと見えよう。

収益については、有価証券配当・利子と地所部納付金が基本的な部分となっており、これらに加えて、年によって多額の有価証券売却益が計上される場合があった（表2）。一九二八年に地所部納付金が急増しているのは、東京駅周辺の土地を明治生命、三菱銀行、東京海上火災、住友合資会社、大倉組等へ売却したのに伴って多額の売却益が生じたことによる⁴。一九二九年の多額の有価証券売却益は三菱銀行株、三六年のそれは三菱鉱業株の売却によるものである⁵。

図1 三菱合資会社の資産収益率

表2 三菱合資会社の収益構造

最後に有価証券の種類別構成について見ておこう（表3）。この時期、有価証券投資額の

² 三菱地所株式会社社史編纂室『丸の内百年の歩み－三菱地所社史』上巻、三菱地所株式会社、一九九三年、三〇七－三一頁、同、資料編、三六六－三七二頁。

³ 一九三〇年の預金・金銭信託受取利子（前掲「三菱財閥本社の財務構造」二〇六頁）を同年末の預金・金銭信託残高で除した値。

⁴ 前掲『丸の内百年の歩み』上巻、三三八頁、旗手勲『三菱財閥の不動産経営』日本経済評論社、二〇〇五年、一〇七頁。

⁵ 前掲「三菱財閥本社の財務構造」一九一頁。

うち、一貫して九九%以上が株式であった。また、株式の大部分を三菱分系会社のものが占めたが、より細かく見ると時間的な変化が見られる。すなわち、分系会社株式の構成比は、一九二〇年代後半に緩やかに低下し、三三年以降、低下が明確になった。次節で述べるように、この時期、三菱合資会社は、分系会社株式の一部を売却する一方、分系会社以外の株式に対する投資を活発化していた。上の事実はこうした動きを反映している。

表 3

3. 有価証券ポートフォリオと収益率の変化

三菱合資会社『社誌』には、各年末における同社所有有価証券の銘柄別簿価が掲載されている。これによって、同社の有価証券ポートフォリオの推移を体系的に把握することができる。他方、有価証券から得られた収益については、配当・利子収益の合計、売却・償還益の合計の値が各年の損益計算書から得られるのみであり、さらに損益計算書も一九三二年以降は『社誌』に掲載されなくなる。この資料上の問題は、三菱史料館に所蔵されている各年の「三菱合資会社本社決算勘定書」によって解決することができる。一九二九年、一九三一―三四年に関する文書が欠けていることは惜しまれるが、一九二五年～一九四四年のそれ以外の年については、三菱合資会社が有価証券個別銘柄から得た配当・利子収益と売却益に関するデータが、同資料から利用可能である⁶。ここでは、三菱合資会社時代の三時点、一九二五、三〇、三五年の配当・利子収益データを使用する⁷。

表 4 は上の三年について、有価証券投資額、配当・利子収益、同収益率を銘柄別に示している⁸。表示されているのは、いずれかの年に構成比が有価証券投資額計の1%以上となった銘柄であり、投資額構成比欄の二行目にあるように、表示した銘柄で各年の有価証券投資額の九九%を占めた。一九二五年について見ると、上位五銘柄はいずれも分系会社であり、これらだけで構成比が九六・四%に達した。この年、三菱合資会社は、表 4 に示されていないものも含めて、二七の銘柄を所有していたが、金額ベースでは、その投資は少数の一部分系会社に集中していた。この特徴は一九三〇年にも基本的には変わらなかったが、わずかに集中が緩和された。二五年に上位一・二位であった三菱鉱業・三菱造船が構成比を下げる一方、上位銘柄に比べれば小額であったが、日本郵船、大阪商船（社債）、三菱信託など、新しい銘柄へのややまとまった額の投資が見られるようになったからであ

⁶ 前掲「三菱財閥本社の財務構造」。

⁷ 「三菱合資会社本社決算勘定書」一九二五年度（MA-二二〇一）、「三菱合資会社本社決算勘定書写」一九三〇年度（MA-二二一〇）、「三菱合資会社本社決算勘定書控」一九三五年度（MA-二二一二）。

⁸ 『三菱社誌』は、新株、旧株が発行され、三菱合資会社はその両方を所有している場合は区別して表示しているが、本稿ではそのような場合は企業別に集計した。したがって厳密には企業別というべきであるが、国債もあるため、便宜上、銘柄別という表現を用いることにする。

る。特に三菱鉱業については構成比だけでなく、売却のために投資額が減少した⁹。

表4 三菱合資会社の有価証券ポートフォリオと収益

一九二五年から三〇年の間に見られたこのような動きは、三五年にかけてより明確になった。三菱鉱業・三菱造船（重工）、三菱銀行の上位三銘柄がいずれも構成比を下げ、さらに三〇年に四位だった三菱製鉄の株式は、同社が三四年に官営八幡製鉄所等との企業合同に参加した結果、日本製鉄株式に置き換わった¹⁰。一九三五年には三菱鉱業株一万六〇〇株、三菱重工株三万株、三菱銀行株六〇〇〇株の売却が行われた¹¹。一方で、分系会社としては、三菱電機と三菱石油が新たに投資銘柄に組み入れられ、三菱倉庫も構成比を大幅に高めた。さらに分系会社以外についても、前述の日本製鉄のほか、東京海上火災、明治生命、東京鋼材などに投資が拡大された。

表5はポートフォリオの組み替えを、増・減それぞれについて増減額上位一〇銘柄を示している。一九二五～三〇年に投資額が増加した銘柄のほとんどは新規組み入れ銘柄となっている。表示されていないものも含めて増加銘柄は一九あったが、そのうち一五が新規に組み入れられたものであった。他方、同じ期間に投資額が減少した銘柄一九のうち、一四は引き続きポートフォリオに残っていた。増・減額絶対値の合計は約六三三万円であり、これは二五年の有価証券投資総額の一・二％に相当した。三菱合資会社は、五年間でポートフォリオの一割強を調整したわけである。

一方、一九三〇～三五年には、三四の銘柄が新規にポートフォリオに組み入れられると同時に、一四の既存銘柄に対して投資額が引き上げられた。表示されている三菱倉庫、三菱商事、三菱鉱業、三菱造船（重工）をはじめ、投資していた企業が相次いで増資を行ったことがその背景となっていた¹²。多数の新規組入れと投資増額の反面で、三菱製鉄をはじめとする一四の銘柄がポートフォリオから取り除かれた。増・減額絶対値の合計額は四一五七万円に達し、これは三〇年の有価証券投資総額の五八・九％に相当した。一九三〇年代前半、三菱合資会社は有価証券ポートフォリオを大幅に変更したといえる。

表5 三菱合資会社の有価証券ポートフォリオ変化

⁹ 三菱鉱業株の売却については、前掲「三菱財閥本社の財務構造」二〇〇～二〇一頁を参照。三菱銀行は一九二九年に大幅な増資を行ったために、投資額、構成比ともに上昇しているが、三菱合資会社は同年に一八万三〇〇株の同行株式を売却した（同上）。

¹⁰ 製鉄合同については、奈倉文二『日本鉄鋼業史の研究—一九一〇年代から三〇年代前半の構造的特徴』近藤出版社、一九八四年、岡崎哲二『日本の工業化と鉄鋼産業—経済発展の比較制度分析』東京大学出版会、一九九三年を参照。

¹¹ 前掲「三菱財閥本社の財務構造」二〇〇～二〇一頁。

¹² 麻島昭一『三菱財閥の金融構造』御茶の水書房、一九八六年、一〇四、一一三、一二八、一三六、一三八頁。

次に、銘柄別の配当・利子収益を見よう¹³。一九二五年については、投資額で上位を占めた分系会社五銘柄が、収益についても九六・三%を占めた。収益源も少数の銘柄に集中していたわけであるが、五銘柄中の構成は投資額で見た構成とかなり異なっていた。すなわち、低利益率を続けていた三菱製鉄は無配当であり、三菱商事、三菱鉱業の配当収益率も、それぞれ二・五%、四・〇%にとどまった。その中であって、配当収益率一〇・〇%の三菱造船と三菱銀行が全体の収益率を支えていた。一九三〇年についても三菱鉱業・三菱造船・三菱銀行からの配当が、配当・利子収益全体の九四・八%を占め、収益源が少数の分系会社に集中するという構造は基本的に変わっていない。一方で、三菱鉱業の配当収益率が若干回復したものの、三菱造船の配当収益率が五・五%に下がり、もともと配当収益率が低かった三菱商事は無配に転換して、全体の収益率も低下した。

一九三五年にかけて三菱合資会社の配当・利子収益は大幅に増大し、収益率も上昇した。三菱鉱業、三菱銀行、三菱商事、および三菱造船を継承した三菱重工の主要四銘柄のうち、三菱銀行を除く三銘柄の収益率が回復し、一九二五年の水準を超えた。他方で、配当・利子収益全体に占めるこれら主要銘柄の構成比は、三〇年の九四・八%から七六・九%に低下した。新たにまとまった配当収益をもたらすようになったのは、三菱電機と東京海上火災であった。これら二銘柄は、前述のように、一九三〇年から三五年の間に新規に三菱合資会社の有価証券ポートフォリオに組み入れられたが、それぞれ九・八%、一六・〇%という高率の配当収益をもたらした。また創立以来無配を続けていた三菱製鉄株が、日本製鉄株へ置き換わった結果、ある程度の配当収益が生じるようになったことも注目される。

4. 投資収益率変化の要因分解

第3節で見たように、一九二五～三〇、三〇～三五の各期間に三菱合資会社の有価証券ポートフォリオが変化する一方、個々の銘柄の配当・利子収益率も変化した。以下では便宜上、配当・利子収益率を単に収益率ということにする。ポートフォリオ変化と各銘柄収益率変化の両者の効果が表4の1行目の平均収益率に反映されている。そこで、平均収益率の変化を、ポートフォリオ変化による部分と個別銘柄の収益率変化による部分に分解することによって、前者に反映される三菱合資会社の投資政策が収益性に対して持った含意を把握することができる。

収益率の要因分解のために、生産性変化の要因分解のために用いられる方法を応用する¹⁴。

¹³ 表4の各年利子・配当収益合計と三菱合資会社『社誌』の損益計算書の値が僅かに相違するのは、三菱合資会社に対応する有価証券を年末に所有していなかった収益を合計から除いたことによる。

¹⁴ L. Foster, J. Haltiwanger and C. J. Krizan, "Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence," in C. R. Hulten, E. R. Dean and M. J. Harper eds. *New Developments in Productivity Analysis*, Chicago: The University of Chicago Press, 2001, K. Fukao and H. U. Kwon, "Why Did Japan's TFP Growth Slow Down in the Lost Decade?: An Empirical Analysis Based on Firm-Level Data of Manufacturing," mimeo.

時点 t における平均収益率を Π_t 、同じく銘柄 i の収益率を $\Pi_{i,t}$ と書くことにすると、

$$\Pi_t = \sum_i \theta_{i,t} \times \Pi_{i,t}$$

となる。 $\theta_{i,t}$ は t 時点のポートフォリオにおける銘柄 i のウェイト（構成比）を示す。さらに、時点 $t-1$ と時点 t の両方にポートフォリオに組み入れられていた銘柄の集合を S 、両時点間に新たに組み入れられた銘柄の集合を N 、両時点間でポートフォリオから除かれた銘柄の集合を X とすると、両時点間の平均収益率の差、 $\Pi_t - \Pi_{t-1}$ は、下記の五つの要因の和によって近似することができる。 Δ は時点 t と時点 $t-1$ の間における各変数の差を表す。

収益率効果 (within effect)	$\sum_{i \in S} \theta_{i,t-1} \times \Delta \Pi_{i,t}$
構成比効果 (between effect)	$\sum_{i \in S} \Delta \theta_{i,t} \times (\Pi_{i,t-1} - \Pi_{t-1})$
交差効果 (covariance effect)	$\sum_{i \in S} \Delta \theta_{i,t} \times \Delta \Pi_{i,t}$
組み入れ効果 (entry effect)	$\sum_{i \in N} \theta_{i,t} \times (\Pi_{i,t} - \Pi_{t-1})$
除外効果 (exit effect)	$\sum_{i \in X} \theta_{i,t-1} \times (\Pi_{t-1} - \Pi_{i,t-1})$

収益率効果は、時点 $t-1$ のポートフォリオを固定して、各銘柄の収益率だけが変化した時の効果を捉えたものである。構成比効果は、時点 $t-1$ における各銘柄収益率と平均収益率の差を基に、二時点でもともポートフォリオに入っていた銘柄の構成比変化の効果を捉えている。交差効果は、各銘柄の収益率変化と構成比変化の効果の積を示す。

以上の三つの要因はいずれも、二時点でもともポートフォリオに入っていた銘柄に関する効果である。これに対して組み入れ効果は、ある銘柄が時点 t に新たにポートフォリオに組み入れられたことによる効果であり、新規に組み入れられた各銘柄の収益率と時点 $t-1$ の平均収益率の差を t 時点の構成比で加重平均した値によってそれを捉えている。最後に除外効果は、逆にある銘柄が時点 t にポートフォリオから取り除かれたことがもたらす効果を示す。時点 $t-1$ における平均収益率と取り除かれた各銘柄の収益率を時点 $t-1$ の構成比で加重平均した値である。これらのうち、構成比効果と除外効果は、 $t-1$ 時点における既存銘柄の構成比の変化による効果という点では同じであり、両者を合わせて「広義の構成比効果」と見ることができる。また、構成比効果、除外効果と組み入れ効果の合計は、広い意味でポートフォリオ変化の効果を示している。

以上の方法によって、三菱合資会社の平均有価証券配当・利子収益率の、一九二五～三〇年、一九三〇～三五年における変化を要因分解すると表 6 のようになる。これによると、一九二五～三〇年における平均投資収益率の低下は、主に収益率効果、すなわちこの期間を通じてポートフォリオにあった銘柄の収益率低下によって生じた。不況下で分系会社株式を中心とした個々の既存銘柄の収益率が低下したことが、平均収益率低下の主要な要因となったといえる。規模は大きくないが、組み入れ効果もマイナスであった。前述のようにこの間に三菱合資会社はいくつかの新規銘柄をポートフォリオに組み込んだが、それら

銘柄の一九三〇年の収益率は二五年の平均収益率より低く、三〇年にかけて平均収益率を引き下げる方向に寄与したことになる。他方で、構成比効果と除外効果はともにプラスであった。正の構成比効果と除外効果は、三菱合資会社が、二五年の収益率が平均より高い銘柄の構成比を引き上げる方向に、既存銘柄のポートフォリオを調整したことを意味する。広義の構成比効果は収益性効果のマイナスを約七〇%打ち消すだけの規模を持ち（表 6 の⑥）、組み入れ効果のマイナスを加えたポートフォリオ効果も、収益性効果のマイナスを約四五%打ち消す規模であった。

表 6

一九三〇～三五年の収益率上昇についても、その最も大きな要因は収益率効果であった。すなわち、景気回復を背景として、個々の既存銘柄の収益率が上昇したことの寄与は大きかった。組み入れ効果もプラスに転換した。新規に組み入れられた銘柄も収益率の上昇に寄与したことになる。構成比効果はマイナスとなったが、除外効果はプラスであり、両者を合わせた広義の構成比効果は引き続きプラスであった。一九三〇年代前半においても、三菱合資会社は、三〇年の収益率が平均より高い銘柄の構成比を引き上げる方向にポートフォリオを既存銘柄のポートフォリオを調整したといえる。広義の構成比効果はこの期間の平均収益率上昇全体の一〇・二%に当たり、組み入れ効果を加えたポートフォリオ効果は同じく三五・二%に相当した。

5. おわりに

三菱合資会社は、本論文が対象とした一九二〇年代後半～三〇年代前半、総資産の七〇～八〇%を有価証券の形で所有する、文字通りの持株会社であった。すなわち、有価証券の運用の仕方が同社の経営パフォーマンスを決める基本的な要因となっていた。本論文では、三菱合資会社の有価証券ポートフォリオの変化を把握するとともに、それと有価証券投資収益率の関係を分析した。

第一に確認された点は、同社がこの期間にポートフォリオをかなり大きく変更していたことである。すなわち、一九二五～三〇年、三〇～三五年に、それぞれ期首に所有していた有価証券総額の一・二%、五八・九%に相当する金額のポートフォリオ変更が行われた。既存銘柄への投資額の変更だけでなく、既存銘柄のポートフォリオからの除外と新規銘柄の組み込みも多数行われた。第二に、このようなポートフォリオ変更は、平均有価証券投資収益率に大きな影響を与えた。平均収益率を要因分解すると、たしかに各銘柄の収益率変化による収益率効果が、一九二五～三〇年、一九三〇～三五年とも最大の要因となっているが、ポートフォリオ効果は、前半期には収益率効果の負の影響を四五%打ち消し、後半期には平均収益率の上昇に三五%寄与した。

別稿で述べたように、財閥は資本参加した企業のガバナンスを通じて、その収益率を引

き上げる機能を有していた¹⁵。この効果は上の収益率効果によって捉えられている。本論文の結果は、ガバナンス効果と同時に、財閥がポートフォリオの調整を通じても投資収益率を高めていたことを示唆している。

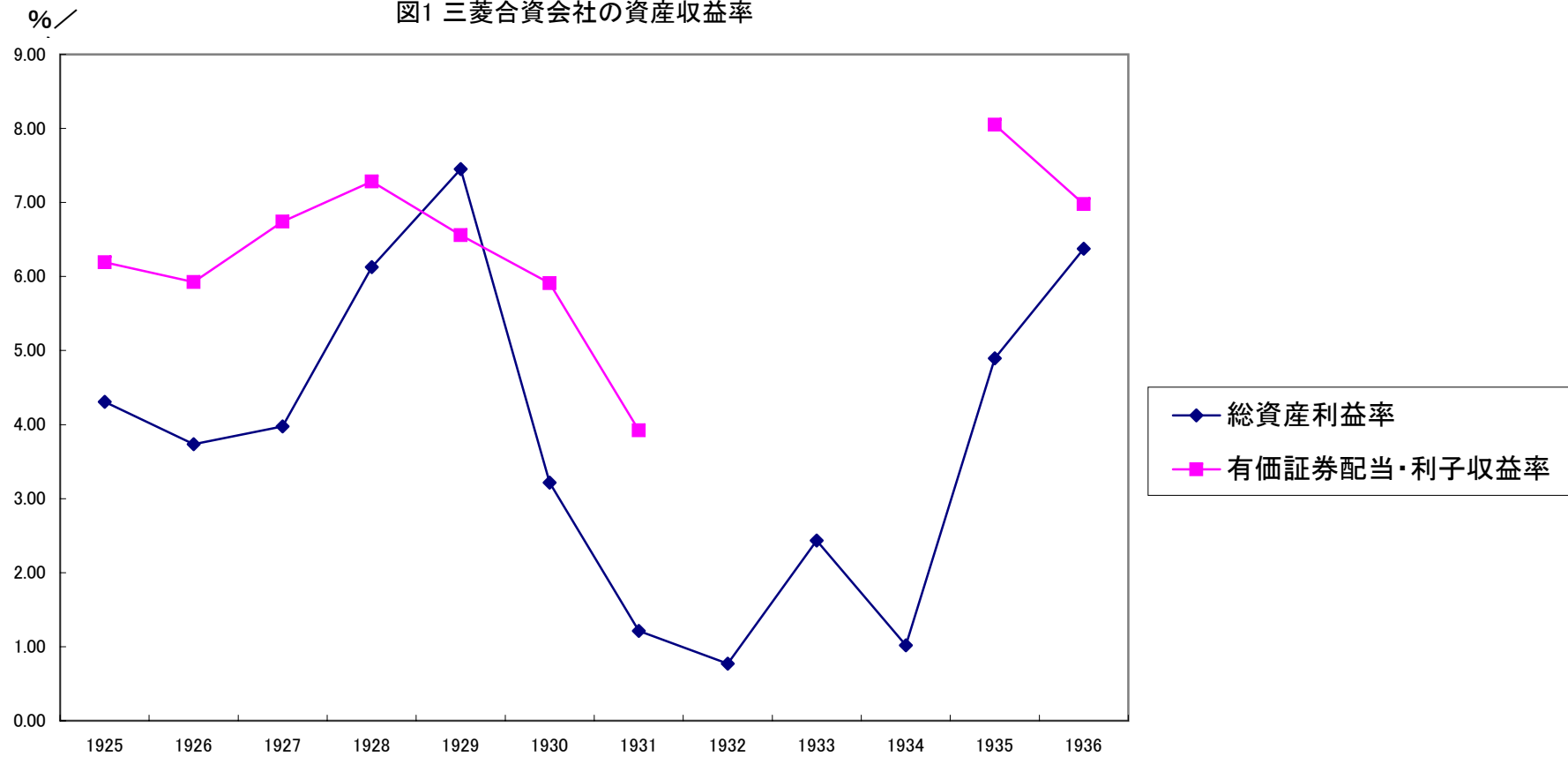
¹⁵ 岡崎哲二『持株会社の歴史』ちくま新書、一九九九年。

表1 三菱合資会社の資産勘定

	計	有価証券	地所部 資金	貸金	不動産(地 所部以外)	預金・金銭 信託	取引勘定	その他	
金額	1925	178,501	131,605	8,700	12,625	2,267	3,280	4,060	15,964
(1000円)	1926	174,479	132,538	8,700	12,344	2,022	1,937	3,415	13,523
	1927	177,124	134,153	8,700	12,795	2,793	1,924	3,274	13,484
	1928	179,145	131,495	8,700	11,768	2,843	8,608	3,572	12,159
	1929	193,466	138,063	8,700	16,113	8,459	9,251	2,133	10,746
	1930	200,153	138,005	16,000	14,841	7,159	9,454	1,860	12,833
	1931	193,441	140,446	16,000	11,814	2,848	3,579	1,731	17,022
	1932	200,010	141,034	16,000	21,841	2,854	2,517	1,275	14,489
	1933	208,679	152,818	16,000	21,232	2,838	4,337	1,003	10,452
	1934	209,756	164,601	16,000	10,417	2,898	7,533	1,297	7,010
	1935	215,412	180,435	16,000	9,143	3,585	3,365	0	2,883
	1936	217,933	173,944	16,000	8,136	2,770	14,513	138	2,432
構成比	1925	100.0	73.7	4.9	7.1	1.3	1.8	2.3	8.9
(%)	1926	100.0	76.0	5.0	7.1	1.2	1.1	2.0	7.8
	1927	100.0	75.7	4.9	7.2	1.6	1.1	1.8	7.6
	1928	100.0	73.4	4.9	6.6	1.6	4.8	2.0	6.8
	1929	100.0	71.4	4.5	8.3	4.4	4.8	1.1	5.6
	1930	100.0	69.0	8.0	7.4	3.6	4.7	0.9	6.4
	1931	100.0	72.6	8.3	6.1	1.5	1.9	0.9	8.8
	1932	100.0	70.5	8.0	10.9	1.4	1.3	0.6	7.2
	1933	100.0	73.2	7.7	10.2	1.4	2.1	0.5	5.0
	1934	100.0	78.5	7.6	5.0	1.4	3.6	0.6	3.3
	1935	100.0	83.8	7.4	4.2	1.7	1.6	0.0	1.3
	1936	100.0	79.8	7.3	3.7	1.3	6.7	0.1	1.1

資料: 三菱合資会社『社誌』各年

図1 三菱合資会社の資産収益率



注：総資産利益率＝利益／年度末総資産

有価証券配当・利子収益率＝配当・利子収入／年度末有価証券残高

表2 三菱合資会社の収益構造

1000円

	収益計	地所部 納付金	有価証券配当 金及利息子	有価証券 売却・償還	受入利 息	土地譲 渡益	雑収入 勘定	その他	利益金
1925	12,236	4,050	8,149	1	0	0	5	30	7,687
1926	11,554	3,416	7,851	24	0	1	76	186	6,517
1927	12,365	3,274	9,046	0	0	2	13	31	7,041
1928	21,077	10,876	9,575	563	56	0	6	1	10,974
1929	28,947	2,076	9,053	13,894	633	3,283	7	0	14,413
1930	10,743	1,857	8,155	1	624	95	10	1	6,438
1931	7,748	1,615	5,507	3	344	272	8	0	2,344
1935	19,763	1,304	14,522	3,739	0	197	1	0	10,541
1936	22,773	1,379	12,140	8,712	0	502	40	0	13,894

資料:『三菱社誌』各年、三菱合資会社『決算勘定書』「三菱合資会社本社決算勘定書」1925年度(MA-2201)、
「三菱合資会社本社決算勘定書写」1930年度(MA-2210)、
「三菱合資会社本社決算勘定書控」1935年度(MA-2212)

注:受入利息は利息収入と利息支出の差額がプラスの場合のみ、その差額が記載されている

表3 投資有価証券の構成

	計	株式		社債		内国公債	外国公債	
		分系会社	その他会社	分系会社	その他会社			
金額	1925	131,605	131,565	128,275	3,290	20	20	0
(1000円)	1926	132,538	132,500	128,260	4,240	20	19	0
	1927	134,153	134,102	129,486	4,616	33	19	0
	1928	131,495	131,431	127,011	4,420	45	18	0
	1929	138,063	136,996	131,889	5,107	1,052	15	0
	1930	138,005	136,917	131,979	4,938	1,077	12	0
	1931	140,446	139,416	133,684	5,732	1,020	10	0
	1932	141,034	140,894	134,002	6,892	130	9	0
	1933	152,818	152,667	138,996	13,672	145	6	0
	1934	164,601	164,171	149,521	14,650	158	226	47
	1935	180,435	180,052	154,820	25,232	158	226	0
	1936	173,944	173,561	148,570	24,991	158	226	0
構成比	1925	100.0	100.0	97.5	2.5	0.0	0.0	0.0
(%)	1926	100.0	100.0	96.8	3.2	0.0	0.0	0.0
	1927	100.0	100.0	96.5	3.4	0.0	0.0	0.0
	1928	100.0	100.0	96.6	3.4	0.0	0.0	0.0
	1929	100.0	99.2	95.5	3.7	0.8	0.0	0.0
	1930	100.0	99.2	95.6	3.6	0.8	0.0	0.0
	1931	100.0	99.3	95.2	4.1	0.7	0.0	0.0
	1932	100.0	99.9	95.0	4.9	0.1	0.0	0.0
	1933	100.0	99.9	91.0	8.9	0.1	0.0	0.0
	1934	100.0	99.7	90.8	8.9	0.1	0.1	0.0
	1935	100.0	99.8	85.8	14.0	0.1	0.1	0.0
	1936	100.0	99.8	85.4	14.4	0.1	0.1	0.0

資料：三菱合資会社『社誌』各年

表4 三菱合資会社の有価証券ポートフォリオと収益

	投資額(1000円)			投資額構成比(%)			配当・利子収益(1000円)			配当・利子収益率(%)		
	1925	1930	1935	1925	1930	1935	1925	1930	1935	1925	1930	1935
計	131,537	137,953	179,527	100.00	100.00	100.00	8,142	8,130	14,307	6.19	5.89	7.97
表示証券計	130,995	137,197	177,967	99.59	99.45	99.13	8,107	8,094	14,274	6.19	5.90	8.02
三菱鉱業*	40,759	37,797	43,381	30.99	27.40	24.16	1,630	2,642	4,946	4.00	6.99	11.40
三菱造船(重工)*	29,565	29,520	30,867	22.48	21.40	17.19	2,957	1,624	2,213	10.00	5.50	7.17
三菱銀行*	28,932	34,422	31,160	22.00	24.95	17.36	2,893	3,442	2,493	10.00	10.00	8.00
三菱商事*	14,300	14,275	22,500	10.87	10.35	12.53	357	0	1,356	2.50	0.00	6.03
三菱製鉄*	13,217	13,204	0	10.05	9.57	0.00	0	0	-	0.00	0.00	-
東洋織布	906	470	0	0.69	0.34	0.00	0	0	-	0.00	0.00	-
三菱海上火災保険*	811	811	0	0.62	0.59	0.00	81	97	-	10.00	12.00	-
菱華倉庫	747	757	1,009	0.57	0.55	0.56	66	29	0	8.86	3.87	0.00
三菱倉庫*	690	700	10,000	0.52	0.51	5.57	69	56	21	9.93	8.00	0.21
若松築港	369	0	440	0.28	0.00	0.24	30	-	43	8.00	-	9.89
関東水電	310	0	0	0.24	0.00	0.00	25	-	-	8.01	-	-
北辰会	223	0	0	0.17	0.00	0.00	0	-	-	0.00	-	-
大源鉱業	165	7	0	0.13	0.00	0.00	0	0	-	0.00	0.00	-
日本郵船	0	2,023	2,023	0.00	1.47	1.13	-	41	99	-	2.03	4.87
三菱信託*	0	1,250	1,313	0.00	0.91	0.73	-	63	79	-	5.00	6.00
大阪商船社債	0	987	0	0.00	0.72	0.00	-	57	-	-	5.76	-
参宮急行電鉄	0	425	0	0.00	0.31	0.00	-	15	-	-	3.56	-
東京発電	0	398	0	0.00	0.29	0.00	-	27	-	-	6.86	-
東洋窒素工業	0	153	156	0.00	0.11	0.09	-	0	0	-	0.00	0.00
三菱電機*	0	0	13,500	0.00	0.00	7.52	-	-	1,325	-	-	9.81
東京海上火災保険	0	0	7,513	0.00	0.00	4.18	-	-	1,202	-	-	16.00
日本製鉄	0	0	5,938	0.00	0.00	3.31	-	-	371	-	-	6.24
三菱石油*	0	0	2,100	0.00	0.00	1.17	-	-	0	-	-	0.00
明治生命保険	0	0	1,950	0.00	0.00	1.09	-	-	0	-	-	0.00
東京鋼材	0	0	1,446	0.00	0.00	0.81	-	-	55	-	-	3.82
タワオ産業	0	0	480	0.00	0.00	0.27	-	-	0	-	-	0.00
満州拓殖	0	0	390	0.00	0.00	0.22	-	-	0	-	-	0.00
日本穀産工業	0	0	379	0.00	0.00	0.21	-	-	0	-	-	0.00
南洋真珠	0	0	300	0.00	0.00	0.17	-	-	45	-	-	15.00
九州送電	0	0	281	0.00	0.00	0.16	-	-	17	-	-	6.00
住友金属工業	0	0	234	0.00	0.00	0.13	-	-	0	-	-	0.00
国債	0	0	226	0.00	0.00	0.13	-	-	9	-	-	4.19
富士繊維工業	0	0	195	0.00	0.00	0.11	-	-	0	-	-	0.00
満州機器	0	0	188	0.00	0.00	0.10	-	-	0	-	-	0.00

資料:表2を参照

注:1925、1930、1935年のいずれかの年に投資額構成比が1%以上であった証券のみを表示

*は三菱の分系会社を示す

表5 三菱合資会社投資有価証券の入れ替え

		1925-30		金額(1000円) 比率(%)		1930-35		金額(1000円) 比率(%)	
計				6,385	12.17			41,574	58.91
増加	1 三菱銀行		5,490	4.17	三菱電機	a	13,500	9.79	
	2 日本郵船	a	2,023	1.54	三菱倉庫		9,300	6.74	
	3 三菱信託	a	1,250	0.95	三菱商事		8,225	5.96	
	4 大阪商船社債	a	987	0.75	東京海上火災保険	a	7,513	5.45	
	5 参宮急行電鉄	a	425	0.32	日本製鉄	a	5,938	4.30	
	6 東京発電	a	398	0.30	三菱鉱業		5,584	4.05	
	7 東洋窒素工業	a	153	0.12	三菱石油	a	2,100	1.52	
	8 日本航空輸送	a	102	0.08	明治生命保険	a	1,950	1.41	
	9 金福鐵路公司	a	100	0.08	東京鋼材	a	1,446	1.05	
	10 交詢社社債	a	50	0.04	三菱造船(重工)		1,347	0.98	
	10 東京ゴルフ倶楽部	a	50	0.04					
	10 理化学興業	a	50	0.04					
		その他		104	0.08	その他		4,517	3.27
	減少	1 三菱鉱業		-2,963	2.25	三菱製鉄	b	-13,204	9.57
2 東洋織布			-437	0.33	三菱銀行		-3,263	2.36	
3 若松築港		b	-369	0.28	大阪商船社債	b	-987	0.72	
4 関東水電		b	-310	0.24	三菱海上火災保険	b	-811	0.59	
5 北辰会		b	-223	0.17	東洋織布	b	-470	0.34	
6 大源鉱業			-159	0.12	参宮急行電鉄	b	-425	0.31	
7 復興建築助成			-75	0.06	東京発電	b	-398	0.29	
8 秋田鉄道			-56	0.04	日本航空輸送	b	-102	0.07	
9 三菱造船			-45	0.03	秋田鉄道	b	-84	0.06	
10 東亜興業			-42	0.03	東洋製鉄	b	-54	0.04	
		その他		-119	0.09	その他		-50	0.04

資料:三菱合資会社『社誌』各年

注:「比率」は、金額絶対値の期首年投資額合計に対する比率

増加額、減少額の各上位10銘柄を表示した

aはポートフォリオへの新規組み入れ、bはポートフォリオからの除去を示す

表6 三菱合資会社有価証券投資収益率変化の要因分解

	寄与度(%/年)		寄与率(%)	
	1925-30	1930-35	1925-30	1930-35
計	-0.254	2.075	100.0	100.0
①収益率効果	-0.379	1.680	149.1	81.0
②構成比効果	0.222	-0.337	-87.3	-16.3
③交差効果	-0.044	-0.336	17.2	-16.2
④組み入れ効果	-0.097	0.519	38.2	25.0
⑤除外効果	0.044	0.550	-17.3	26.5
⑥広義の構成比効果(②+⑤)	0.266	0.212	-104.6	10.2
⑦ポートフォリオ効果(②+④+⑤)	0.169	0.731	-66.4	35.2

注: 本文参照

寄与度は平均収益率を要因分解した結果、寄与率は各要因の各期間「計」に対する比率を示す