

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-033

戦時期における三菱財閥本社の  
有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率  
一九三五—四四年度

東京大学大学院経済学研究科  
岡崎 哲二

2006年12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](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・複写することは差し控えて下さい。

## **Portfolio Management and Profitability of Mitsubishi Zaibatsu during the War: 1935-1944**

Tetsuji Okazaki (The University of Tokyo)

### **Abstract**

This paper explores the change in the security portfolio of the holding company of Mitsubishi Zaibatsu (Mitsubishi Holdings) and its implication on the profitability of that company, during the wartime. In this period, while Mitsubishi Holdings rapidly expanded the total investment in securities, it substantially changed the portfolio, increasing investment in the companies in the munitions industry. This portfolio management policy was not successful in terms of profitability. We decomposed the profitability decline into that due to the declines 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. This result suggests that the asset management system of Mitsubishi Holdings came not to work well, which in turn would be due to government intervention and deterioration of the governance within Mitsubishi Zaibatsu.

## 戦時期における三菱財閥本社の有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率

一一九三五―四四年度

岡崎哲二

東京大学

### 1. はじめに

三菱財閥の本社部門<sup>1</sup>は、戦前・戦時期を通じて、傘下会社の株式を中心とする巨額の有価証券を所有し、その金額は戦争末期の一九四四年末には五億三千万円に達した。これを単純に GNP デフレーターで二〇〇〇年価格に換算すると、約四二〇〇億円に相当する。三菱財閥本社部門は巨額の有価証券をどのように運用し、どのような投資収益を得ていたであろうか。前稿ではこうした観点から、一九二五～三五年における三菱合資会社のポートフォリオ管理と投資収益率の関係を分析した<sup>2</sup>。それによると、右の一〇年間に同社は大幅なポートフォリオ変更を行っており、その変更は有価証券の平均投資収益率を引き上げる方向に寄与した。このことは、三菱財閥の本社部門が、傘下企業のガバナンスだけでなく、ポートフォリオ管理を通じて、いいかえればモチベーション機能だけでなくコーディネーション機能を通じて、資源配分を効率化する機能を有していたことを意味している<sup>3</sup>。

以上の結果をふまえて、本稿では、続く九年間（一九三五～四四年度）について、同様の方法でポートフォリオ管理と投資収益率の関係を分析する。ほぼ日中戦争・太平洋戦争期と重なるこの時期、よく知られているように、戦時経済の影響を受けて三菱財閥の資産構成は、軍需関連の重化学工業の構成比を高める方向に大きく変化した<sup>4</sup>。本稿では、それをポートフォリオの変更という観点から捉え直し、投資収益率への含意を検討する。また、ポートフォリオ管理の効率性を戦前期と比較してその相違を明らかにし、ポートフォリオ管理の効率性が変化した理由について議論する。

### 2. 三菱財閥本社の資産構成と有価証券投資

---

<sup>1</sup>三菱財閥の本社は一九三七年に三菱合資会社から株式会社である三菱社に改組され、一九四三年に三菱社は三菱本社と改称された。本稿では、これら三社を一括して三菱財閥の本社部門ないし三菱財閥本社という場合がある。

<sup>2</sup> 岡崎哲二「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」『三菱史料館論集』第七号、二〇〇六年、一～一八頁。以下、本稿で「前稿」という場合、この論文を指す。

<sup>3</sup> ここでのモチベーションとコーディネーションの意味についてはポール・ミルグロム、ジョン・ロバーツ（奥野正寛他訳）『組織の経済学』NTT出版、一九九七年、John Roberts, *The Modern Firm: Organizational Design for Performance and Growth*, Oxford: Oxford University Press, 2004 を参照。

<sup>4</sup> 長沢康昭「資金調達」三島康雄他『第二次世界大戦と三菱財閥』日本経済新聞社、一九八七年、麻島昭一『三菱財閥の金融構造』第二部第二章、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」『三菱史料館論集』創刊号、二〇〇〇年、二一四～二二三頁。

三菱財閥本社の資産額は、一九三五年度以降緩やかに増加した後、一九四〇年度に急増し、以後も速いペースで増加を続けた。一九四四年度の資産額は三五年度の二・五四倍に達した。この間、一九三七年五月、三菱合資会社は最後に残った直営事業である不動産業を三菱地所株式会社として独立させ、一二月には株式会社三菱社に組織を変更した<sup>5</sup>。三菱地所の独立を反映して本社の総資産に占める有価証券の構成比は三七年末に九割近くに上昇した（表1）。その後、一九三八～三九年度に分系会社株式を中心として多額の有価証券売却が行われたことから<sup>6</sup>、有価証券構成比はいったん低下したが、売却が一段落した一九四〇年度以降は、有価証券構成比は九五%前後という高い水準で安定した。一九三八・三九年度の有価証券売却は、他の有価証券を取得する資金を調達する目的で行われたと見ることができよう。

（表1）

右のような資産はどの程度の収益を生み出したであろうか。『三菱社誌』の本社部門損益計算書には、有価証券収益計と有価証券損失計の差額のみが示されているため、三菱財閥本社の『決算書類』<sup>7</sup>を用いて有価証券収益を独立に取り出し、かつその内訳を配当・利子収益と有価証券売却益として表示した（表2）。ここでの収益は、営業費、支払利子等のさまざまな費用を控除する前の値であり、費用控除後の利益は表2の最右欄に示してある。収益の合計は一九三七年度まで増加した後、減少に転じ、四一年度から再び上昇した。三七年度をピークとする増減は、主に有価証券売却益と土地売却益の変動を反映している。四一年度以降の増加は、基本的に配当・利子収益の増加による。利益は四二年度まで収益とほぼ同様の動きを示したが、以後は頭打ちとなった。四三年度以降の収益と利益の乖離の主な原因は、この時期、税金と支払い利子が費用を押し上げたことにある<sup>8</sup>。

（表2）

収益の構成に関しては、有価証券売却が活発に行われた一九三五～三九年度には有価証券売却益が無視できない大きさとなっているが<sup>9</sup>、その後は配当・利子収益が収益全体の八五～九〇%を占めた。本稿では前稿と同様に、有価証券投資収益の中で配当・利子収益に焦点を当てるが、配当・利子収益の構成比が高い水準にあったことは、こうしたアプロー

<sup>5</sup> 長沢康昭「本社部門の役割」三島康雄他『第二次世界大戦と三菱財閥』日本経済新聞社、一九八七年、二四七頁。

<sup>6</sup> 前掲、「三菱財閥本社の財務構造」、二三七～二三八頁。

<sup>7</sup> 三菱史料館所蔵、MA-二二一二～二二三〇。

<sup>8</sup> 前掲、「三菱財閥本社の財務構造」、二五二～二五五頁。

<sup>9</sup> この時期の有価証券売却と売却益の詳細については前掲、「三菱財閥本社の財務構造」を参照。

チが有意味であることを示している。

最後に総資産利益率（年度利益／年度末資産）と配当・利子収益率（年度有価証券利子・配当収益／年度末有価証券所有額）の動きを見ておこう（図1）。総資産利益率は、一九三七年度の六・四％から一九四四年度の三・四％まで、明確な低下傾向をたどった。戦争末期にかけて急増した資産は、それに見合った利益をもたらさなかったことになる。その一つの理由は上記の税金と支払い利子にあったが、理由はそれだけではなかった。資産増加の主体をなした有価証券の配当・利子収益率が、総資産利益率ほど顕著ではないが、低下傾向を示したからである。配当・利子収益率は一九三五年度の八・〇％から一九四四年度には六・九％に低下した。次節以降では、この配当・利子収益率の低下要因に焦点を当てる。

（図1）

### 3. 有価証券ポートフォリオの変化

三菱財閥本社の所有有価証券は、一九四〇年度に税金引当のために一時的にややまとまった金額の社債を所有したことを別とすれば、ほぼ一〇〇％が株式であった（表3）<sup>10</sup>。株式を三菱財閥分系会社のものとそれ以外に二分すると、一九四一年度まで前者が安定して八五％前後を占め、その後、四三年にかけて若干低下した。

（表3）

有価証券ポートフォリオを、一九三五年度末と四四年度末について、より詳しく見ると表4のようになる。各年度の投資額上位二〇銘柄を表示したが、上位二〇銘柄で有価証券投資額計のそれぞれ、九八・六％、九三・七％を占めている。まず一九三五年度について見ると、三菱合資のポートフォリオは比較的少数の銘柄に集中していたことがわかる。すなわち、いずれも分系会社株式である上位五銘柄の構成比は七八・四％に達し、また上位一〇銘柄には有価証券所有額の九三・七％が集中していた。分系会社以外では、東京海上火災、日本製鉄、日本郵船、明治生命保険の各株式の構成比が一％以上であった。

東京海上は一九三三年に分系会社であった三菱海上火災の全株式を取得して以降、三菱財閥との関係を深め<sup>11</sup>、一九三五年末には三菱銀行と三菱合資がそれぞれ、東京海上株式の一四・七、一三・一％を所有する一位、二位の株主となっていた<sup>12</sup>。日本製鉄株式は、分系

<sup>10</sup> 税金引当社債の内訳は以下の通り（単位千円）。日本製鉄、五九四〇、南満州鉄道、三四九〇、鐘淵紡績、二九九一、朝鮮殖産、二九七九、東洋拓殖、一〇〇〇、大日本電力、九九八、東武鉄道、九九七、昭和製鋼所、四九八、北支那開発、四九七（三菱史料館所蔵、三菱社『決算書類』一九四〇年度下期、MA-二二一九）。

<sup>11</sup> 長沢康昭「金融部門の経営戦略」前掲、『三菱財閥』二五四頁。

<sup>12</sup> 大阪屋商店調査部編『株式年鑑』一九三六年度版。

会社三菱製鉄が官営八幡製鉄所を中心とした大合同に参加した際に取得したものである。日本郵船株式は、一八八五年、郵便汽船三菱会社と共同運輸の合併により同社が設立された際に、所有船舶の現物出資の見返りとして三菱合資が取得したものであり<sup>13</sup>、一九三五年末に三菱合資は同社株式の六・一％を所有する、宮内省に次ぐ大株主となっていた<sup>14</sup>。明治生命と三菱財閥の資本関係は、岩崎久弥が同社株式を取得したことに始まり、一九三五年に三菱合資が岩崎の持株の主要部分を肩代わりした<sup>15</sup>。同年末時点で三菱合資は同社株式の六％を所有する筆頭株主であった<sup>16</sup>。

(表 4)

配当・利子収益は、投資額よりさらに明確に少数銘柄に集中していた。上位五銘柄の収益、一二、三三三千元は、配当・利子収益計の八五・〇％に当たる。これは、主要投資銘柄の収益率が少数銘柄の収益率より相対的に高かったことを意味する(表 4)。主な分系会社を中心とする少数の相対的高収益率銘柄が、三菱合資の主要な配当・利子収益源となっていたことになる。

一九三五～四四年度の期間に、有価証券の少数銘柄への集中は緩和の方向に向かった。すなわち上位五銘柄、上位一〇銘柄の構成比は、それぞれ六七・五％、八一・六％に低下した。また、一九三五年度と同様に上位五銘柄はすべて分系会社が占めたが、分系会社内部の順位は大きく変化した。すなわち、二位の三菱銀行が六位に後退し、代わって、三五年に一二位にあった東京鋼材を継承した、三菱製鋼が四位に入った。また上位五銘柄にとどまった三菱鉱業、三菱重工、三菱商事、三菱電機の中でも、三菱重工と三菱電機が順位を上げ、他の二社が順位を下げるという変化があった。この九年間における上位五銘柄の動きは、軍需関連重化学工業への投資分野の移動を明確に反映している。一九四四年度に構成比一％以上を占めた銘柄は上の上位五銘柄を除いて一〇銘柄あり、その内訳は分系会社株式五、その他会社株式五となっていた。分系会社以外の五銘柄は、日本光学、東京海上、日本建鉄工業、日本アルミニウム、日本郵船、朝鮮無煙炭の各株式であった。

日本光学は、海軍の光学機械兵器工業振興の要望をうけ、岩崎小彌太の出資によって一九一七年に設立された会社である。設立にあたっては、東京計器製作所の光学部門と岩城硝子製造所の探照灯反射鏡部門を吸収統合し、三菱造船から役員が派遣された<sup>17</sup>。戦時期における同社の資本金は一九三五年末の二四〇万円から一九四二年末に五〇〇〇万円に拡大

<sup>13</sup> 長沢康昭・柴孝夫「その他部門の経営戦略」前掲『三菱財閥』三二九～三三〇頁。

<sup>14</sup> 前掲、『株式年鑑』一九三六年度版。

<sup>15</sup> 前掲、「金融部門の経営戦略」二五二頁。

<sup>16</sup> 前掲、『株式年鑑』一九三六年度版。

<sup>17</sup> 岩崎家伝記刊行会編『岩崎小彌太伝』東京大学出版会、一九五七年、二四三～二四五頁、日本光学工業株式会社『五〇年の歩み』日本光学工業株式会社、五七～五九頁。

し、その間の一九四一年に岩崎の持株が三菱社に移された<sup>18</sup>。一九四四年末時点の三菱本社の日本光学株式所有比率は二二・九%であった<sup>19</sup>。

日本建鉄工業は、鋼製窓枠・扉メーカーであった日本建鉄会社の事業を継承して一九三二年に設立された。設立を主導したのは製品の一手販売契約を結んでいた三菱商事であり、設立時には資本金の六分の五を出資した。日本建鉄工業は、三菱商事による経営の下で、戦時期に航空機部品メーカーとして急成長した。一九四〇年、三菱商事からの申し入れにより、同社の経営は三菱電機に移され、さらに一九四二年、同社が四〇〇万円から一千万円に増資した際に、増資新株の六分の五を三菱社が引き受けた。その結果、三菱社は同社株式の五〇%を所有する筆頭株主となった<sup>20</sup>。

日本アルミニウムは、アルミニウム国産化の政策的要請を受けて古河、三井、三菱の各財閥と台湾電力等の出資によって一九三五年に設立された企業であり、蘭印ビントアン島産のボーキサイトと台湾の電力を用いてアルミニウムを生産した。航空機材料としてアルミニウムの需要が急増したことから、同社は戦時期に急成長した。その過程で一九四一年に行われた倍額増資の際に三菱社は出資比率を高め<sup>21</sup>、一九四〇年末から四一年末の間に三菱社の同社への投資額は七五万円から四二一万円に増加した<sup>22</sup>。

朝鮮無煙炭は三菱製鉄の出資により一九二七年に設立された会社であり、二九年に三菱鉱業が三菱製鉄の持株を肩代わりした。以後、増資にともなって三菱鉱業は出資額を増やしたが、一九四一年に三菱社が三菱鉱業持株すべてを取得して、朝鮮無煙炭の経営に関与することになった<sup>23</sup>。

これら四社に共通するのは、戦前から三菱合資会社と間接的ないし緩やかな関係を持っていたことを前提に、戦時期に三菱社がその関係を直接的ないしより密接なものとしたことである。三菱社は一九四〇年の株式公開を転機として、内部組織を変更するとともに、投融資を積極化したことが指摘されている<sup>24</sup>。一九四四年度にかけてのポートフォリオ変化は、このような本社部門の活動の変化を反映していると見ることができる。

配当・利子収益についても、投資額と同様に、一九四四年度にかけて少数の上位銘柄への集中度が低下した。上位五銘柄の収益二六、五五七千円は配当・利子収益計の七三・二%にあたり、三五年度より一一・八%ポイントの低下となっている。ただし、その値は一九三五年度と同様に投資額の構成比よりも高く、全体として収益率が低下する中で、上位銘柄の収益率が相対的に高いという関係は変わっていない。

<sup>18</sup> 前掲、『岩崎小彌太伝』二四五頁。

<sup>19</sup> 『三菱社誌』一九四四年度、日本光学工業株式会社『営業報告書』一九四四年度下期。

<sup>20</sup> 『立業貿易録』一九五八年、二七七～二七八頁、『三菱社誌』一九三五年度、一〇〇七頁、一九四〇年度、一六四六頁、一九四二年度、一九二三頁。

<sup>21</sup> 佐藤英達「軽金属部門の伸長」前掲、『第二次世界大戦と三菱財閥』一六七～一七一頁。

<sup>22</sup> 『三菱社誌』一九四〇年度、一九四一年度。

<sup>23</sup> 三菱鉱業セメント株式会社『三菱鉱業社史』三菱鉱業セメント株式会社、一九七六年、三二六頁、『三菱社誌』一九四一年度、一七五九頁。

<sup>24</sup> 前掲、「本社部門の役割」二五一～二五四頁。

#### 4. 投資収益率変化の要因分解

前節で見たポートフォリオ変化は、本社部門の有価証券投資収益率に対してどのような含意を持ったのだろうか。以下では、前稿と同じ方法を用いて、平均投資収益率変化を、収益率効果 (within effect)、構成比効果 (between effect)、交差効果 (covariance effect)、組み入れ効果 (entry effect)、除外効果 (exit effect) の五要因に分解する<sup>25</sup>。時点  $t$  における平均収益率を  $\Pi_t$ 、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。 $\Delta$  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、二時点でもともに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。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による効果を示す。

この方法を用いて一九三五～四四年度における三菱財閥本社部門の有価証券投資収益率変化を要因分解すると、表 5 のようになる。この間の平均投資収益率低下  $1.218\%$  ポ

---

<sup>25</sup> 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 Firms," *The Japanese Economic Review*, 57(2): 195-228, 2006.



イントに対して、寄与が最大だったのは収益率効果 $-0.758\%$ ポイントであった。一九三五、四四の両年度ともポートフォリオに組み入れられていた銘柄それぞれの収益率低下が、平均収益率低下の約六割を説明するわけである。これに加えて、構成比効果も比較的大きな負の値となっていることが注目される。負の構成比効果は、一九三五年度に相対的に収益率が高かった銘柄が四四年度にかけて構成比を下げ、逆に相対的に収益率が低かった銘柄が構成比を上げたことを意味する。さらに、組み入れ効果も負であり、しかもその絶対値は構成比効果を上回っている。一九三五～四四年度にあらたにポートフォリオに組み入れられた銘柄の収益率が、一九三五年度の平均収益率を大きく下回っていたことになる。

(表 5)

構成比効果・組み入れ効果が負で、しかもそれが投資収益率低下に大きく寄与したことは、三菱財閥本社のポートフォリオ選択が、収益率の観点から見て適切に行われなかったことを示唆する。もっとも、ここで収益率の基準を一九三五年度の三菱本社の平均投資収益率としていることから、戦局悪化に伴う経済環境の悪化と経済統制の影響によって、日本企業の利益率・配当率が全体的に低下する条件下で、構成比効果・組み入れ効果が負となるのは不可避であった可能性がある。表 6 は、一九三八年度にかけて上昇した日本企業の平均的利益率・配当率が、以後、低下傾向をたどったことを示している。

(表 6)

この点を考慮に入れるため、表 7 では、一九四四年度の三菱本社のポートフォリオの中で、有価証券のカテゴリー別に収益率を比較している。有価証券を、一九三五・四四の両年度ともポートフォリオに入っていた銘柄と一九三五～四四年度の期間に新たに組み入れられた銘柄を区分し、前者をさらに構成比上昇グループと構成比低下グループに区分してある。この表によると、一九四四年度の投資収益率が高い方から順に、シェア低下銘柄、シェア上昇銘柄、新規組み入れ銘柄となる。すなわち、仮に、三菱財閥本社部門が、新規組み入れ銘柄に投資した資金を既存銘柄、特にシェア低下銘柄に投資したとすれば、平均的な投資収益率が実際の値より高かったことになる。この結果は、三菱財閥本社部門のポートフォリオ選択が収益率の観点から見て適切に行われていなかったという上の見方が、経済環境の悪化を考慮に入れた場合でも、依然として妥当することを意味している。

(表 7)

## 5. おわりに

はじめに述べたように、三菱財閥の本社部門は、一九二〇年代～三〇年代前半に有価証券ポートフォリオの組み替えを通じて、平均的な有価証券投資収益率を引き上げていた。ほぼ戦時期に対応する一九三五～四四年度には状況は大きく変化した。一方で、ポートフォリオに既に含まれていた軍需関連銘柄の構成比が上昇し、また新規の軍需関連銘柄が加わるなど、ポートフォリオの組み替えが加速した。しかし他方で、戦前には正であったポートフォリオ変化が投資収益率に与える影響が、戦時期には負に転換した。軍需関連銘柄中心のポートフォリオへの組み替えは、むしろ本社部門の平均投資収益率を引き下げる方向に寄与したのである。

このように、戦時期には、三菱財閥本社部門による資金配分ないしコーディネーションが、収益率の観点から見て、効率的に行われなくなった。これには二つの理由が考えられる。第一は経済統制ないし政府介入の直接的影響である。一九三七年に制定された臨時資金調整法は、金融機関による設備資金融資、有価証券の応募引き受け等、および会社の新設、増資、社債募集、合併等を政府の許可制とした<sup>26</sup>。同法は持株会社の資金運用を直接に規制するものではなかったが、持株会社のポートフォリオ拡大が新規資金調達を必要とする場合には、資金調達の許可手続きを通じて、政府は持株会社の資金配分に介入することが可能であった。

第二は、三菱財閥内部における本社部門のガバナンス機能の低下である。三菱財閥について、戦時期に傘下会社の自立化が進み、本社部門は傘下会社をコントロールする主体ではなく、それらの利害調整の場となったことが指摘されている<sup>27</sup>。これは戦時期に一般的に進んだ株主による企業ガバナンス機能低下の一環と見ることができる<sup>28</sup>。本社部門のガバナンス機能が低下した結果、傘下会社、特にその経営者の利害に基づいて、収益率の低いプロジェクトに資金が配分された可能性がある。これらの二つの可能性について具体的に検討することは別稿の課題としたい。

---

<sup>26</sup> 大蔵省財政史室編『昭和財政史』第一一巻、東洋経済新報社、一九五七年、六八～七三頁、岡崎哲二「第二次世界大戦期の金融制度改革と金融システムの変化」原朗編『日本の戦時経済－計画と市場』東京大学出版会、一九九五年。

<sup>27</sup> 前掲、「本社部門の役割」二四九～二五九頁。

<sup>28</sup> 岡崎哲二「企業システム」岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。

表1 三菱財閥本社の資産勘定

	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	その他	
金額	1935	215,412	180,435	16,000	9,143	3,585	3,365	2,883
(千円)	1936	217,933	173,944	16,000	8,136	2,770	14,513	2,570
	1937	234,640	209,300	0	7,120	9,910	6,547	1,763
	1938	258,196	208,427	0	6,111	8,851	34,010	797
	1939	253,780	234,585	0	5,240	8,753	4,839	364
	1940	385,904	341,581	0	4,240	8,627	31,052	404
	1941	386,610	368,020	0	3,340	8,165	6,438	647
	1942	431,189	408,347	0	2,285	7,909	11,842	806
	1943	490,683	472,097	0	1,075	7,680	8,781	1,050
	1944	548,449	531,599	0	50	7,455	5,752	3,593
構成比	1935	100.0	83.8	7.4	4.2	1.7	1.6	1.3
(%)	1936	100.0	79.8	7.3	3.7	1.3	6.7	1.2
	1937	100.0	89.2	0.0	3.0	4.2	2.8	0.8
	1938	100.0	80.7	0.0	2.4	3.4	13.2	0.3
	1939	100.0	92.4	0.0	2.1	3.4	1.9	0.1
	1940	100.0	88.5	0.0	1.1	2.2	8.0	0.1
	1941	100.0	95.2	0.0	0.9	2.1	1.7	0.2
	1942	100.0	94.7	0.0	0.5	1.8	2.7	0.2
	1943	100.0	96.2	0.0	0.2	1.6	1.8	0.2
	1944	100.0	96.9	0.0	0.0	1.4	1.0	0.7

資料：『三菱社誌』各年度、三菱社『決算書類』1940年度下期(三菱史料館所蔵、MA-2218)。

注：1940年度の有価証券、預金・金銭信託には、それぞれ税金引当有価証券、預金・金銭信託を含む。

表2 三菱財閥本社の収益構造

	収益計	有価証券		有価証券		受入利息	地所部納 付金	地所建物 収支	土地譲渡 益	その他	千円	
		配当金及 利子	同構成 比(%)	売却・償 還益	同構成比 (%)						利益金	
1935	19,763	14,522	(73.5)	3,739	(18.9)	0	1,304	0	197	1	10,541	
1936	22,773	12,140	(53.3)	8,712	(38.3)	0	1,379	0	502	40	13,894	
1937	30,615	16,114	(52.6)	7,693	(25.1)	665	0	1,580	4,297	266	15,035	
1938	29,129	17,474	(60.0)	8,334	(28.6)	915	0	873	1,509	24	14,884	
1939	27,696	18,230	(65.8)	7,863	(28.4)	608	0	800	178	16	14,186	
1940	25,943	22,210	(85.6)	1,705	(6.6)	642	0	1,358	6	22	15,726	
1941	32,419	27,634	(85.2)	1,159	(3.6)	856	0	1,773	989	8	18,758	
1942	34,443	30,158	(87.6)	1,756	(5.1)	289	0	1,818	417	6	19,765	
1943	35,902	32,040	(89.2)	1,753	(4.9)	272	0	1,791	20	25	18,976	
1944	41,500	36,762	(88.6)	911	(2.2)	165	0	1,683	1,972	6	18,736	

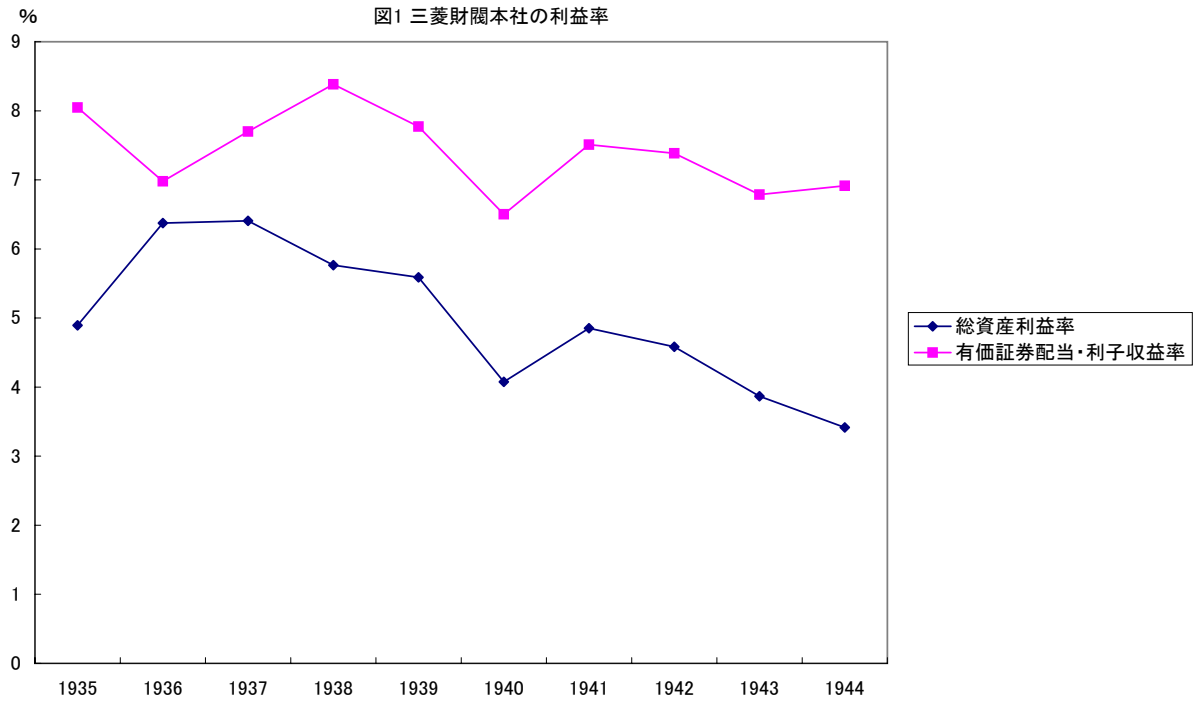
資料:『三菱社誌』各年度、三菱合資会社・三菱社・三菱本社『決算書類』各期(三菱史料館所蔵、MA-2212~2230)。

注:1936年度まで三菱合資会社、1937年度~42年度は三菱社、1943年度以降は三菱本社。

受入利息は1936年度まで、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。

1943年度については1943年1月~1944年3月の15ヶ月のデータを4/5倍にすることによって12ヶ月に換算した。

1940年度の収益と利益には新株額面超過金6000万円を含まない。



資料:『三菱社誌』各年度、前掲、三菱合資会社・三菱社・三菱本社『決算書類』各期。

表3 三菱合資会社・三菱社の所有有価証券

	計	分系会社株式	その他会社株式	社債	公債	
金額	1935	180,435	154,820	25,232	158	226
(千円)	1936	173,944	148,570	24,991	158	226
	1937	209,300	176,582	32,330	157	231
	1938	208,427	175,242	32,796	158	231
	1939	234,585	198,670	35,527	157	231
	1940	341,581	282,396	39,411	19,544	231
	1941	368,020	314,702	52,874	155	290
	1942	408,347	339,159	67,913	155	1,121
	1943	472,097	372,900	97,769	117	1,311
	1944	531,599	424,003	105,807	90	1,699
構成比	1935	100.0	85.8	14.0	0.1	0.1
(%)	1936	100.0	85.4	14.4	0.1	0.1
	1937	100.0	84.4	15.4	0.1	0.1
	1938	100.0	84.1	15.7	0.1	0.1
	1939	100.0	84.7	15.1	0.1	0.1
	1940	100.0	82.7	11.5	5.7	0.1
	1941	100.0	85.5	14.4	0.0	0.1
	1942	100.0	83.1	16.6	0.0	0.3
	1943	100.0	79.0	20.7	0.0	0.3
	1944	100.0	79.8	19.9	0.0	0.3

資料：『三菱社誌』各年度、前掲、三菱社『決算書類』1940年度下期。

注：1940年度には税金引当有価証券19389千円を含む。

表4 三菱財閥本社部門の有価証券ポートフォリオ

千円、%

1935年度					1944年度				
銘柄	投資額	投資額 構成比	配当・利子 収益	配当・利子 収益率	銘柄	投資額	投資額 構成比	配当・利子 収益	配当・利子 収益率
計	180,435	100.0	14,507	8.0	計	531,599	100.0	36,266	6.8
上位20銘柄計	177,877	98.6	14,465	8.1	上位20銘柄計	498,134	93.7	35,007	7.0
上位10銘柄計	168,982	93.7	14,026	8.3	上位10銘柄計	433,729	81.6	31,274	7.2
上位5銘柄計	141,408	78.4	12,333	8.7	上位5銘柄計	358,690	67.5	26,557	7.4
三菱鉱業*	43,381	24.0	4,946	11.4	三菱重工業*	111,359	20.9	7,656	6.9
三菱銀行*	31,160	17.3	2,493	8.0	三菱鉱業*	109,331	20.6	7,818	7.2
三菱重工業*	30,867	17.1	2,213	7.2	三菱電機*	54,489	10.3	4,179	7.7
三菱商事*	22,500	12.5	1,356	6.0	三菱製鋼*	53,172	10.0	3,573	6.7
三菱電機*	13,500	7.5	1,325	9.8	三菱商事*	30,338	5.7	3,330	11.0
三菱倉庫*	10,000	5.5	21	0.2	三菱銀行*	29,844	5.6	2,374	8.0
東京海上火災保険	7,513	4.2	1,202	16.0	三菱化成*	13,250	2.5	928	7.0
日本製鉄	5,938	3.3	371	6.2	日本光学工業	11,094	2.1	684	6.2
三菱石油*	2,100	1.2	0	0.0	東京海上火災保険	10,851	2.0	30	0.3
日本郵船	2,023	1.1	99	4.9	日本建鉄工業	10,000	1.9	703	7.0
明治生命保険	1,950	1.1	0	0.0	日本アルミニウム	8,753	1.6	545	6.2
東京鋼材(三菱製鋼)*	1,446	0.8	55	3.8	三菱倉庫*	8,287	1.6	663	8.0
三菱信託*	1,313	0.7	79	6.0	日本郵船	6,950	1.3	394	5.7
菱華倉庫	1,009	0.6	0	0.0	朝鮮無煙炭	6,485	1.2	519	8.0
日本ビクター蓄音器	909	0.5	200	22.0	三菱地所*	6,413	1.2	337	5.2
タワオ産業	480	0.3	0	0.0	三菱石油*	6,000	1.1	0	0.0
若松築港	440	0.2	43	9.9	三菱汽船	5,000	0.9	175	3.5
満州拓殖公社	390	0.2	0	0.0	日本製鉄	4,871	0.9	318	6.5
日本穀産工業	379	0.2	0	0.0	三菱軽合金工業	4,575	0.9	275	6.0
南洋真珠	300	0.2	45	15.0	日本穀産工業	4,216	0.8	279	6.6
九州送電	281	0.2	17	6.0	日本電池	2,857	0.5	229	8.0
その他	2,558	1.4	42	1.6	その他	33,466	6.3	1,259	3.8

資料:『三菱社誌』1935、1944年度、三菱合資会社『決算書類』1935年度(三菱史料館所蔵、MA-2212)、三菱本社『決算書類』1944年度上期・下期(三菱史料館所蔵、MA-2229、2230)。

注:\*は分系会社を示す。

表5 三菱財閥本所有価証券投資収益率変化の要因分解(1935-44年度)

	寄与度(%/年)	寄与率(%)
計	-1.218	100.0
①収益率効果	-0.758	62.3
②構成比効果	-0.275	22.5
③交差効果	0.165	-13.6
④組み入れ効果	-0.361	29.6
⑤除外効果	0.011	-0.9
⑥広義の構成比効果(②+⑤)	-0.264	21.7
⑦ポートフォリオ効果(②+④+⑤)	-0.625	51.3

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。



表6 企業利益率・配当率の推移

		%/年			
		1935年度	1938年度	1941年度下期	1943年度
総資産利益率	41業種227社	5.62	5.73		
	41業種226社		5.70	4.98	
	39業種191社			4.32	3.59
配当率	41業種227社	8.33	8.41		
	41業種226社		8.51	7.82	
	39業種191社			8.02	7.20

資料：東洋経済新報社『経済年鑑』1939、1942、1944年度版。

注：1941年度は上期と下期で調査対象が変化するため下期のデータのみをとった。

表7 1944年度における三菱本社所有有価証券カテゴリー別収益率

	1944年度投 資額(千円)	1944年度配当・利 子収益(千円)	収益率 (%/年)
1935-44年度存続	448,047	31,467	7.02
シェア上昇	401,705	28,004	6.97
シェア低下	46,343	3,464	7.47
1935-44年度新規	83,552	4,798	5.74

資料：前掲、三菱本社『決算書類』1944年度上期・下期。