

CARF Working Paper

CARF-J-111

財閥持株会社の株式ポートフォリオと投資収益率：
三菱合資会社と三井合名会社の比較分析
(Fund Management and Profitability of *Zaibatsu* Holding
Companies in Prewar Japan)

岡崎哲二
東京大学

2019年8月

現在、CARF は第一生命保険株式会社、野村ホールディングス株式会社、株式会社三井住友銀行、株式会社三菱 UFJ 銀行、農林中央金庫、株式会社東京大学エッジキャピタル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。

<https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/>

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。

財閥持株会社の株式ポートフォリオと投資収益率:

三菱合資会社と三井合名会社の比較分析

岡崎哲二(東京大学)*

Abstract

This paper analyzes fund management by the two largest *zaibatsu* holding companies in prewar Japan, Mitsubishi Limited Partnership and Mitsui Unlimited Partnership. We decompose the difference between the average rate of returns on the portfolios of Mitsubishi, Mitsui and the market, into the factor representing within industry difference in rate of returns (“rate of return factor”) and the factor representing difference in distributions of investment across industries (“portfolio factor”). It is found that Mitsubishi and Mitsui consistently outperformed the market in terms of the rate of return factor from the 1920s to the 1930s. In terms of the portfolio factor, whereas Mitsubishi and Mitsui underperformed the market in the 1920s, they came to outperform the market in the middle of 1930s, which suggests the investment policy of *zaibatsu* from long-term perspectives.

* okazaki@e.u-tokyo.ac.jp

はじめに

日本では 20 世紀初めから、事業を多角的に経営する企業家たちが、個々の事業を株式会社として独立させて、持株会社がそれら会社の株式を集中的に管理する組織改革を実施した。三井家は 1909 年に三井合名会社を設立し、主要事業を株式会社としてその株式を三井合名に移した。岩崎家は 1893 年に三菱合資会社を設立した後、1910 年代後半に同社内部で行っていた事業を相次いで株式会社として独立させ、三菱合資会社を持株会社とした。住友家では 1890 年代から事業を株式会社として独立させたうえで、1921 年に住友総本店を住友合資会社に改組して持株会社とした¹。三井合名、三菱合資、住友合資の株式投資額を 1925 年末で比較すると、それぞれ、2 億 6,795 万円、1 億 3,158 万円、1 億 234 万円であった²。3 つの財閥持株会社の投資額を合わせると、1925 年末における日本の株式会社払込資本金合計の 5.3%に相当する金額となる³。

財閥の持株会社の主な収益源はこれら投資資産の運用益であった。別稿では三菱合資会社と三菱社について、有価証券ポートフォリオの構成と投資収益率の関係を分析し、戦前期にはポートフォリオの組み替えが投資収益率の向上に寄与したこと、他方で戦時期に行なわれた軍需関連企業に重点を置くポートフォリオの組み替えは投資収益率を逆に低下させる方向に作用したことを明らかにした⁴。

これをふまえて本論文では、三菱合資会社と三井合名会社との間で資産運用と比較することを試みる。三菱合資会社については、投資有価証券の明細が『三菱社誌』から得られるほか、三菱史料館に所蔵されている三菱合資会社の「決算書」によって各有価証券からの配当・利子収入のデータを得ることができる。これらの資料は別稿でも利用した。一方、三井合名会社については、近年、同社の「決算書」が公益社団法人三井文庫で公開された。この論文では、これらの資料を統合し、あわせて商工省『会社統計表』の全国データを用いることによって、戦前日本の二大持株会社であった三菱合資と三井合名の有価証券ポートフォリオの特徴とその収益率への含意を比較する。

2.三菱合資会社と三井合名会社の資産構成と収益構造:概観

三菱合資会社と三井合名会社の総資産の動きを、両社の貸借対照表のデータによって表 1 のようになる。1925 年から 1936 年にかけて、両社の総資産額はともに緩やかに増加しており、両社の相対的關係はほぼ 1 対 2 前後で安定的に推移している。資産の中で最大の比率を占めたのは、両社とも有価証券であり、その比率はいずれも 70-80%前後で推移した(表 1)。有価証券のほとん

¹ 武田晴人「資本蓄積(3)財閥」大石嘉一郎編『日本帝国主義史 1 第一次大戦期』東京大学出版会、1985 年、岡崎哲二『持株会社の歴史－財閥と企業統治』ちくま新書、1999 年、等。

² 三井合名会社『決算書』1925 年下期(公益社団法人三井文庫所蔵)、三菱合資会社『社誌』7022-7025 頁、山本一雄『住友本社経営史』上巻(山本一雄、2007 年)、364-365 頁。

³ 商工大臣官房調査課『会社統計表』1925 年版(東京統計協会、1927 年)。

⁴ 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 7 号、1-18 頁、2006 年、岡崎哲二「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－1935～44 年度」『三菱史料館論集』第 8 号、169-187 頁、2007 年。

どは株式が占めており、その点で両社は文字通り「持株会社」としての実質を有していたといえる⁵。

表1

資産構成に対応して、両社の収入のうち最大の部分は有価証券の配当・利子が占めた(表 2)⁶。もともと三菱合資の場合、地所部からの納付金が毎年比較的大きかったうえ、多額の株式・不動産の売却益が計上される場合があり、そうした年には有価証券配当・利子収入の比率は低くなっている。それでも 1925-1935 年の期間を通して見れば有価証券配当・利子の比率が 6 割弱を占めた。一方、三井合名については、有価証券配当・利子の収入に対する比率は安定的に 8-9 割で推移した。

表2

総資産利益率を両社の間で比較すると図 1 のようになる。三井合名の総資産利益率は比較的高い水準で安定している。一方、三菱合資の利益率は三井合名と比べると不安定で、また概して低い水準にあった。大恐慌期にあたる 1931-32 年にもプラスの利益率を確保したとはいえ、その水準は 1%前後まで低下した。もともと、景気回復過程での利益率の上昇は大きく、1930 年代半ばには三井合名に迫る利益率に達したことが注目される。

図1

3.株式ポートフォリオの比較

表3は三菱合資会社の所有有価証券のうち株式について、株式投資額の 1%以上を占める主要な株式を企業別に示している。投資先企業は多数に及んだが、表示の対象となるような大口の投資先は限られており、特に三菱鉱業、三菱造船(重工)⁷、三菱銀行、三菱商事の 4 社は一貫して最大の投資先であった。1925、1930 年には、これら 4 社だけで、株式投資額の 85%前後を占めた。他方で、別稿でも指摘したように、特に 1930 年代にはかなり大幅な株式ポートフォリオの変更が行われた。株式投資全体が大きく増加する中で、上の主要 4 社のウェイトが 71.2%まで下がり、また官営八幡製鉄所を中心とする鉄鋼企業の大合同への参加にともなって三菱製鉄株が新設された日本製鉄の株式に置き換わった。さらに三菱倉庫、三菱電機、東京海上火災、三菱石油等の企業の株式も大きくウェイトが上昇した。

⁵ 1925 年末における三菱合資、三井合名の有価証券所有額に占める株式の比率はそれぞれ、99.9%、87.3%である。三井合名は比較的多額の国債を所有しており、その点で三菱合資と運用方針が異なるが、ここでは立ち回らない。

⁶ 三菱合資会社の決算書が利用できないため 1932-34 年のデータは載せていない。

⁷ 三菱造船は 1935 年に三菱航空機と合併して三菱重工業となった。

表3

三井合名に関する対応するデータは表4にまとめられている。少数の企業の株式に投資が集中している点は三菱合資と共通している。すなわち、三井物産、三井鉱山、三井銀行の3社が一貫して最大の投資先であり、これら3社の株式が株式投資額の75%前後を占めた。三菱合資と相違して三井合名は1930年代に入っても株式投資を増やしておらず、またポートフォリオの変更も大きくない。王子製紙、東神倉庫、北海道炭礦汽船、芝浦製作所といった企業の株式が一貫して3-4%を占めるという構成であった。

表4

三菱合資と三井合名の株式ポートフォリオの特徴を比較するため、株式を共通の業種分類で区分する。業種分類は商工省『会社統計表』のものを採用し、比較の基準として『会社統計表』の株式会社全体の払込資本金の業種別分布を参照する。1925、1930、1935年について結果を図示すると図2のパネルA、B、Cのようになる。1925年について三菱合資・三井合名の株式ポートフォリオを株式会社全体のポートフォリオと比較すると、当然ではあるが、両社とも相対的に特定の業種に投資を集中していたことが明らかである。株式会社全体と比較して、両社が共通して重点的に投資していたのは鉱業と貿易であった。その中で貿易は三菱と三井の差が大きく、三井物産を擁する三井合名が極端に貿易に投資を集中していた。逆に三菱合資のみが投資を集中していた業種に三菱造船を含む機械・器具と三菱製鉄を含む金属があった。金融については両社のポートフォリオにおけるシェアが大きい、そのシェアは株式会社全体におけるものとほぼ同等であった。

一方で、株式会社全体の中では比較的高いシェアを占めながら、両社のポートフォリオの中ではシェアが小さかった業種として、紡織、ガス・電気・水道、鉄道・軌道、汽船運輸等がある。戦前期の日本の工業化を主導した繊維工業に主要財閥が多額の投資しなかった点はさまざまな文献で指摘されてきた通りであり⁸、インフラ系の公益的な産業についても、三菱の海運からの撤退後は主要財閥の投資は少なかった。1925年に見られたこのような、三菱合資、三井合名および株式会社全体の業種別ポートフォリオの基本的な特徴は1930年、1935年についても変わらない。

4. 株式ポートフォリオと収益率

前節で観察した三菱合資、三井合名および株式会社全体の投資ポートフォリオの特徴が、株式投資収益率とどのような関係にあったかを分析する。そのために、投資主体間の平均投資収益率の差に関する、次のような要因分解式を使用する。投資主体 i について、平均株式投資収益率を Π_i 、業種 j の株式の組み入れ比率を θ_{ij} 、投資している業種 j の株式の投資収益率を Π_{ij} とすると、 Π_i は各業種株式の投資収益率の加重平均として次のように書くことができる。

⁸ この点を強調した古典的な文献として柴垣和夫『日本金融資本分析』東京大学出版会、1965年がある。

$$\Pi_i = \sum_j \theta_{ij} \times \Pi_{ij}$$

これをもとに、投資主体2と投資主体1の間の平均投資収益率の差($\Pi_2 - \Pi_1$)は、次の 5 つの要因に分解することができる。

収益率要因	$\sum_{j \in P} (\theta_{1j} + \theta_{2j}) / 2 \times (\Pi_{2j} - \Pi_{1j})$
構成比要因	$\sum_{j \in P} (\theta_{2j} - \theta_{1j}) (\Pi_{1j} - \Pi_1)$
交差要因	$\sum_{i \in P} (\theta_{2j} - \theta_{1j}) (\Pi_{2j} - \Pi_{1j}) / 2$
組入れ業種要因1	$\sum_{i \in P1} \theta_{1j} \times (\Pi_1 - \Pi_{1j})$
組入れ業種要因2	$\sum_{i \in P2} \theta_{2j} \times (\Pi_{2j} - \Pi_1)$

ここで、P は投資主体1と2が共通にポートフォリオに組み入れている業種、P1 と P2 はそれぞれ投資主体1と 2 のみがポートフォリオに組み入れている業種の集合を指す。この要因分解式は、Foster, Haltiwanger and Krizan(2001)の異時点間の生産性変化の要因分解式を参考にして、異時点間ではなく異なる投資主体の間の比較であるほか、収益率要因のウェイトとして投資主体1と投資主体2のウェイトの平均を用いる点で異なっている⁹。前節で見たように、三菱合資、三井合名、株式会社全体のポートフォリオの間には大きな相違があるため、用いるウェイトによって収益率要因が大きく異なり、その解釈が難しくなる。投資主体 1、2 の平均ウェイトを用いるのはこれを避けるためであり、対応してここでは交差要因を Foster 等の covariance effect の 1/2 としている。

収益率要因は、投資主体1と2の平均投資収益率の差のうち、同じ業種の株式の収益率の差に対応する部分であり、同じ業種の中の企業の選択と選択した企業の経営・ガバナンスの巧拙を反映すると見ることができる。表3、4に示した三菱合資、三井合名の主要な投資先企業は長期的に各財閥に所属した会社であることから、同一業種内の企業の選択というより所与の企業の経営・ガバナンスの効果をより多く反映するといえよう。

構成比要因は、投資主体2が投資主体1の投資収益率で評価して相対的に高収益率の業種にどの程度多く投資しているかを示す。交差要因は、投資主体2と投資主体1の業種別投資ウェイトが、どの程度各主体の業種別収益率の差と相関しているかを示す。そして組入れ業種要因1と2は、投資主体1と投資主体2の組入れ業種の差を反映する。構成比要因以下の4つの要因はいずれも、二つの投資主体のポートフォリオの差を反映する部分としてまとめることができる。そこで、以下では、三菱合資、三井合名、株式会社全体をそれぞれ投資主体と考えて、上の方式でそれぞ

⁹ 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。

これらの間の平均投資収益率の差を収益率要因とその他のポートフォリオ要因に分解する。

表5は 1925 年に関する要因分解の結果を示している。ここでは株式会社全体を簡単のために「市場」と表記している。収益率は配当収益率(配当／投資額簿価)である。1 行目にあるように、平均収益率は三井合名＞市場＞三菱合資の順となっている。三菱合資と市場を比較すると、収益率要因はプラスであり、収益率の差はもっぱらポートフォリオ要因によっていた。業種別に見ると、鉱業と金属で三菱合資のマイナスが大きくなっている。先に見たように三菱合資は、市場比較してこれら2業種に投資を集中していたが、一方で第一次世界大戦後の長期不況のため、これら三菱合資会社が持つこれら業種株式の投資収益率は市場平均を下回っていた。市場と比較した場合の三菱合資の負のポートフォリオ要因はこうした事情を反映している。

次に三井合名と市場を比較すると、三井合名の相対的に高い収益率はもっぱら収益率要因によっていたことがわかる。業種別では特に貿易の寄与が大きい。前述のように三井合名は三井物産に多額の投資を行っており、三井物産は市場の平均収益率を大幅に上まわる配当収益率をもたらしたことによる。紡織の大きい収益率要因は、紡織業は三井合名のポートフォリオの中ではそれほど大きくないが、市場ポートフォリオの中のウェイトが大きく、また鐘淵紡績の配当率が極端に高かったことによる。もっとも、この鐘紡の効果は、高収益率の紡織業株式への三井合名の投資比率が低かったことを反映する負のポートフォリオ効果で相殺されている。三菱合資と三井合名を比較すると、三井合名の相対的高収益率は、もっぱら収益率要因によっている。特に、両社の差には貿易業の寄与が大きく、これは上記のように三井合名の三井物産への投資比率が非常に高かったこと、および三井物産の配当率が三菱商事の配当率を大きく上回っていたことを反映している。

表5

表6は大恐慌期にあたる 1930 年の状態を示している。市場の収益率が低下する中で三菱合資、三井合名の投資収益率は比較的安定しており、収益率の順位は三井合名＞三菱合資＞市場となった。三菱合資と市場の差は、収益率要因とポートフォリオ要因の両方でプラスになっている。収益率に関しては鉱業と金融の寄与が大きく、金融はポートフォリオ要因でも大きくプラスに寄与している。三菱銀行を中心とする三菱合資の金融株の投資収益率は金融業全体の収益率、市場全体の投資収益率のいずれよりも高く、そのような対象に重点的に投資をしていたことがその理由である。

三井合名と市場の差も収益率要因とポートフォリオ要因の両方でプラスであり、特に前者は大きな値となっている。プラスの収益率要因に大きく寄与したのは、鉱業、紡織、貿易の3業種であった。三井鉱山、鐘紡、三井物産の配当率が高い水準を維持し、またこれら3業種が三井合名、市場のポートフォリオで大きなウェイトを持っていたことがその背景にある。三菱合資と三井合名を比較すると、1925 年と同様、両社の投資収益率の差は、ほとんど収益率要因によったことがわかる。そして収益率要因に寄与した最大の業種は 1925 年と同じく貿易業であり、依然として三菱合資と三井合

名の三菱商事、三井物産への投資比率の差および両商社の配当率の差が重要な意味を持っていた。

表6

最後に表7は1935年の状態を示す。景気回復にともなって全体に投資収益率が上昇する中で、三井合名＞三菱合資＞市場という順位は1930年と変わらなかった。三菱合資と市場の投資収益率を比較すると、収益率要因・ポートフォリオ要因がともにプラスであり、特に1930年と比べて後者が大きくなっている。鉱業、機械・器具、保険のポートフォリオ要因への寄与が大きい。景気回復の中でこれら業種は市場の投資収益率が市場平均の投資収益率を上回るようになり、そのことがこれら業種に重点的に投資していた三菱合資の投資収益率を押し上げたのである。

三井合名と市場の投資収益率を比較すると、収益率要因・ポートフォリオ要因がともに大きなプラスの値となっている。ただし、三菱合資と比較すると両要因の相対的な大きさに相違がある。三井合名については収益率要因の寄与が大きく、ポートフォリオ要因は三菱合資よりむしろ小さな値となっている。収益率要因に大きく寄与したのは1930年までと同様に鉱業、紡織、貿易といった業種であった。これらのうち鉱業と貿易はポートフォリオ要因でも大きなプラスとなっている。それでも三井合名の市場と比較した場合のポートフォリオ要因が三菱合資を下回ったことの一因として機械・器具に関する投資行動の差を指摘することができる。1920年代から三菱合資と三井合名のポートフォリオの間に、機械・器具を中心とする重化学工業のウェイトの差があった。1930年代に重化学工業が高収益・高成長産業になったことにともなって、このポートフォリオの差が両社の収益率の動きに無視できない影響を与えるようになったといえる。この点は、両社の投資収益率を直接比較した表7の最後の2列からも確認することができる。

表7

5. おわりに

戦前日本における主要財閥の本社は、多額の資産を主に株式に運用する大規模な持株会社であり、その収益率には株式投資の成否が決定的な意味を持った。そして株式投資の成否を決める要因は、①投資株式・ポートフォリオの選択と②投資先企業の経営・ガバナンスの二つに大きく区分することができる¹⁰。財閥の持株会社はその経営者の能力と内部組織を用いて、これら二つの機能を高いレベルで実現することをめざした。

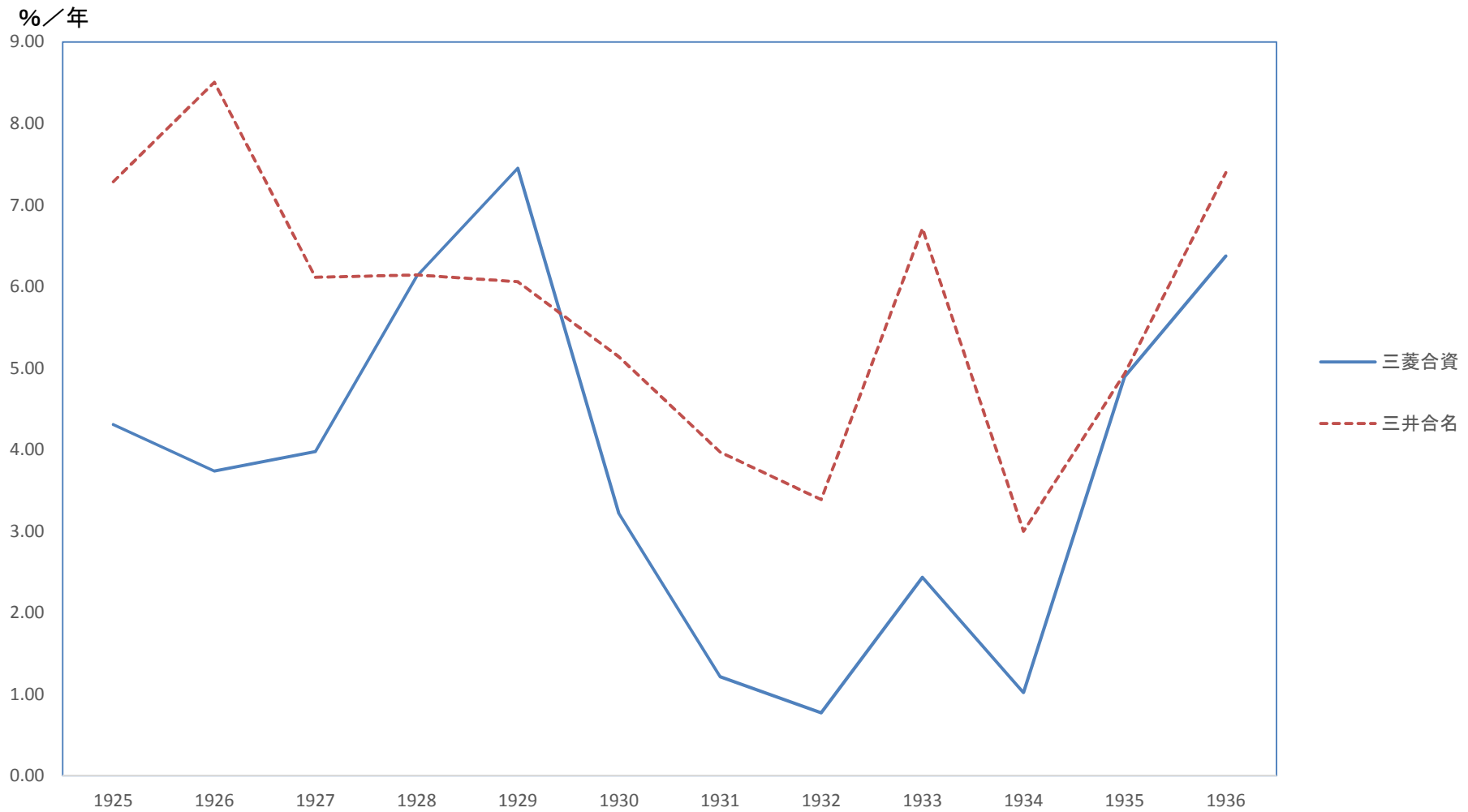
この論文では、戦前日本最大の持株会社であった三菱合資会社と三井合名会社の決算書を用い、1925、1930、1935年の3時点について、両社の株式投資収益率を相互に、および株式会社全体に関する投資収益率と比較した。平均投資収益率については、1925年の三菱合資を除いて、財閥持株会社2社が市場を上回った。三菱合資および三井合名と市場の投資収益率の差は、

¹⁰ 前掲『持株会社の歴史－財閥と企業統治』。

「収益率要因」と「ポートフォリオ要因」に分解することができる。前者は各業種内部での投資主体による投資収益率の差、後者は各投資主体の間の業種間の投資配分の差を反映する。そして収益率要因とポートフォリオ要因は、上記の②と①にほぼ対応している。

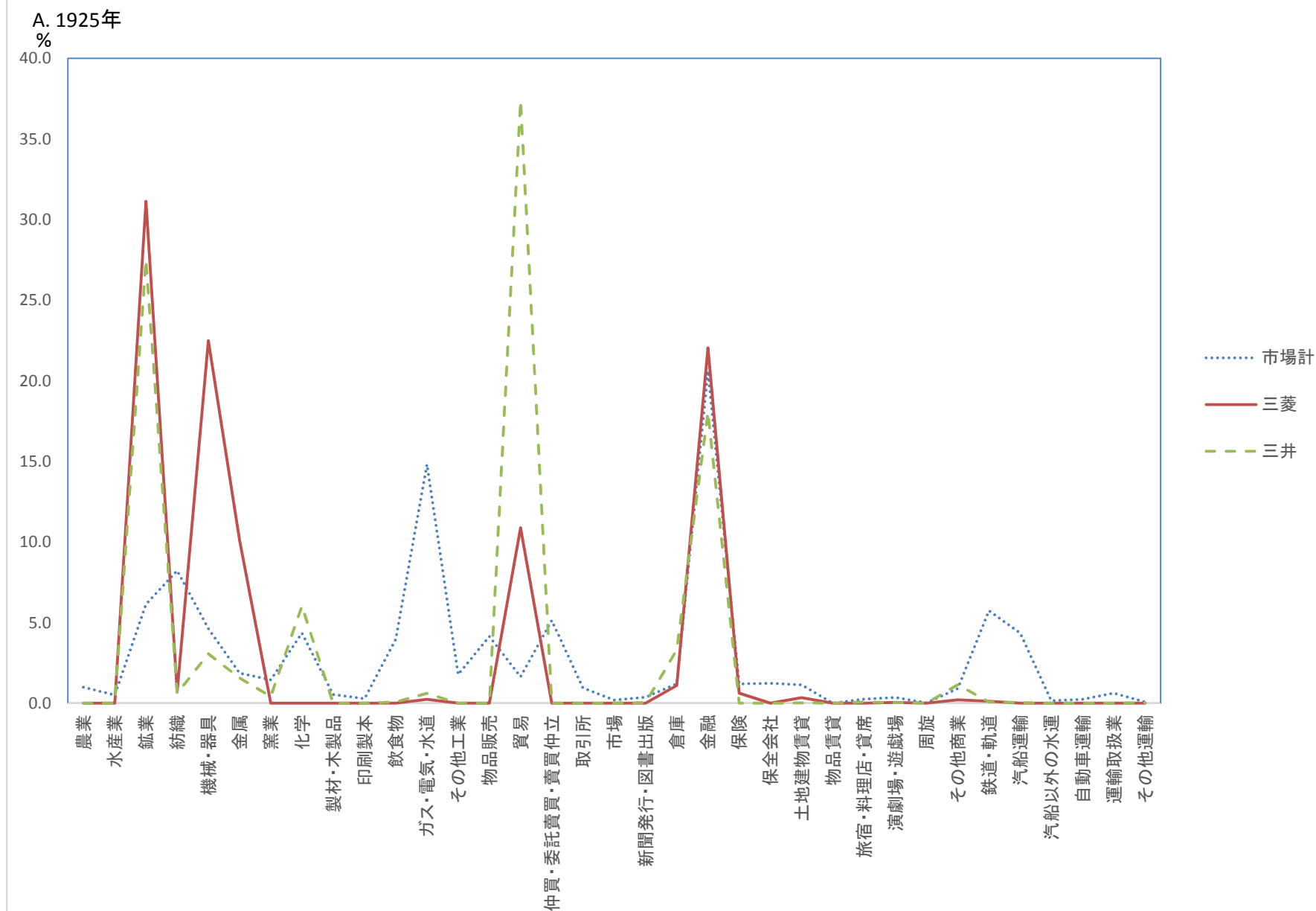
要因分解を行うと、三菱合資、三井合名ともに、市場との比較で、収益率要因が一貫してプラスであった。三菱、三井の両財閥は傘下企業の経営とガバナンスに関して市場の平均以上の実績を挙げていたといえる。三菱合資と三井合名の比較では、収益率要因は一貫して三井合名が上回った。この点は両財閥における傘下企業の経営とガバナンスに関して興味深い問題の所在を示唆している。一方、三菱合資、三井合名と市場との差をポートフォリオ要因について見ると、当初、マイナスであった同要因が 1935 年にかけてプラスに転じた。この結果は、両持株会社が長期不況にあった 1920 年代から、中長期的に高収益・高成長が期待される業種に重点的に投資をしていたことを示唆しており、この傾向は三菱合資についてより顕著であった。

図1 総資産利益率の比較

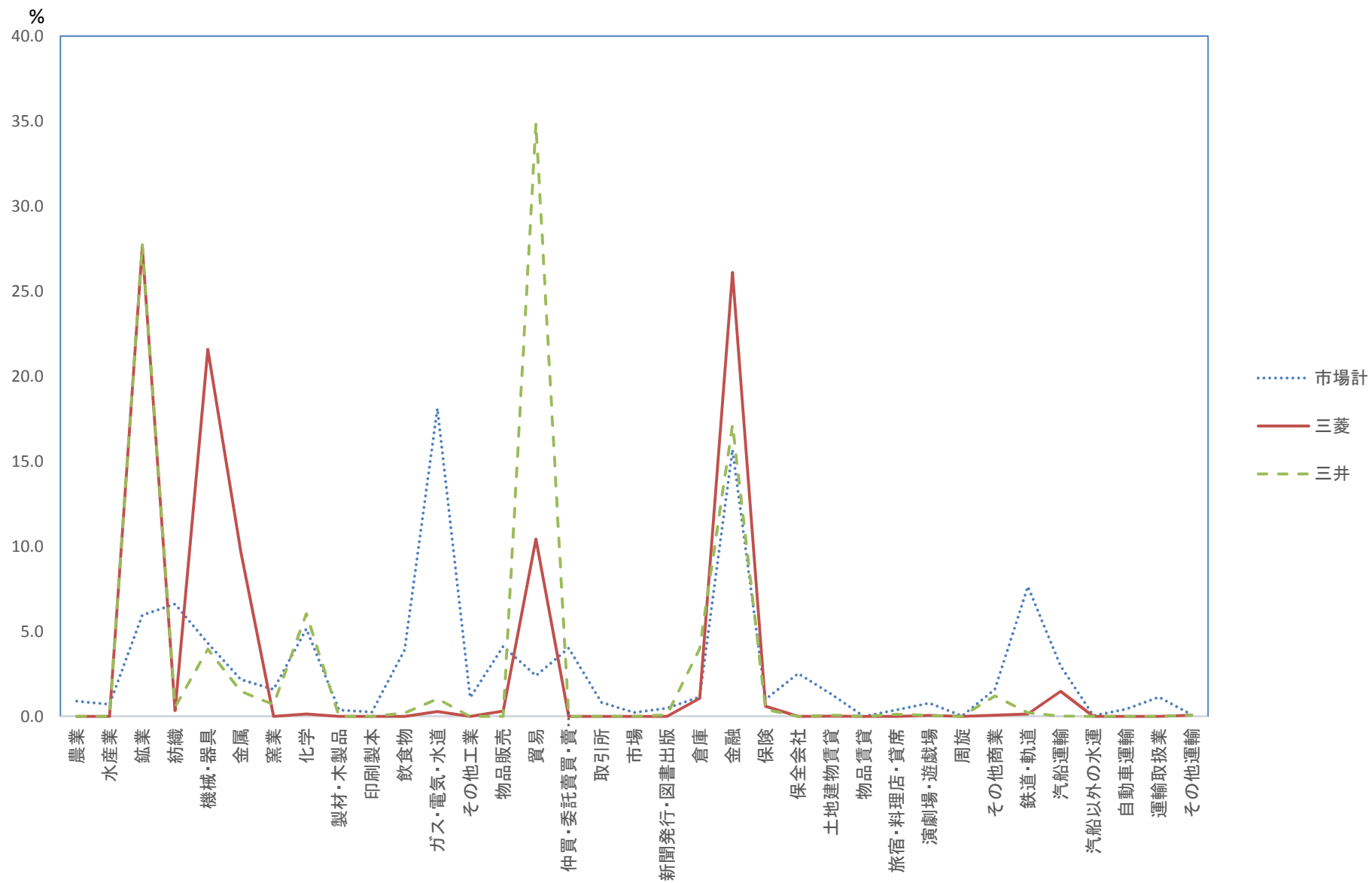


資料:表1参照。

図2 三菱合資・三井合名・市場のポートフォリオ比較



B. 1930年



C. 1935年

%

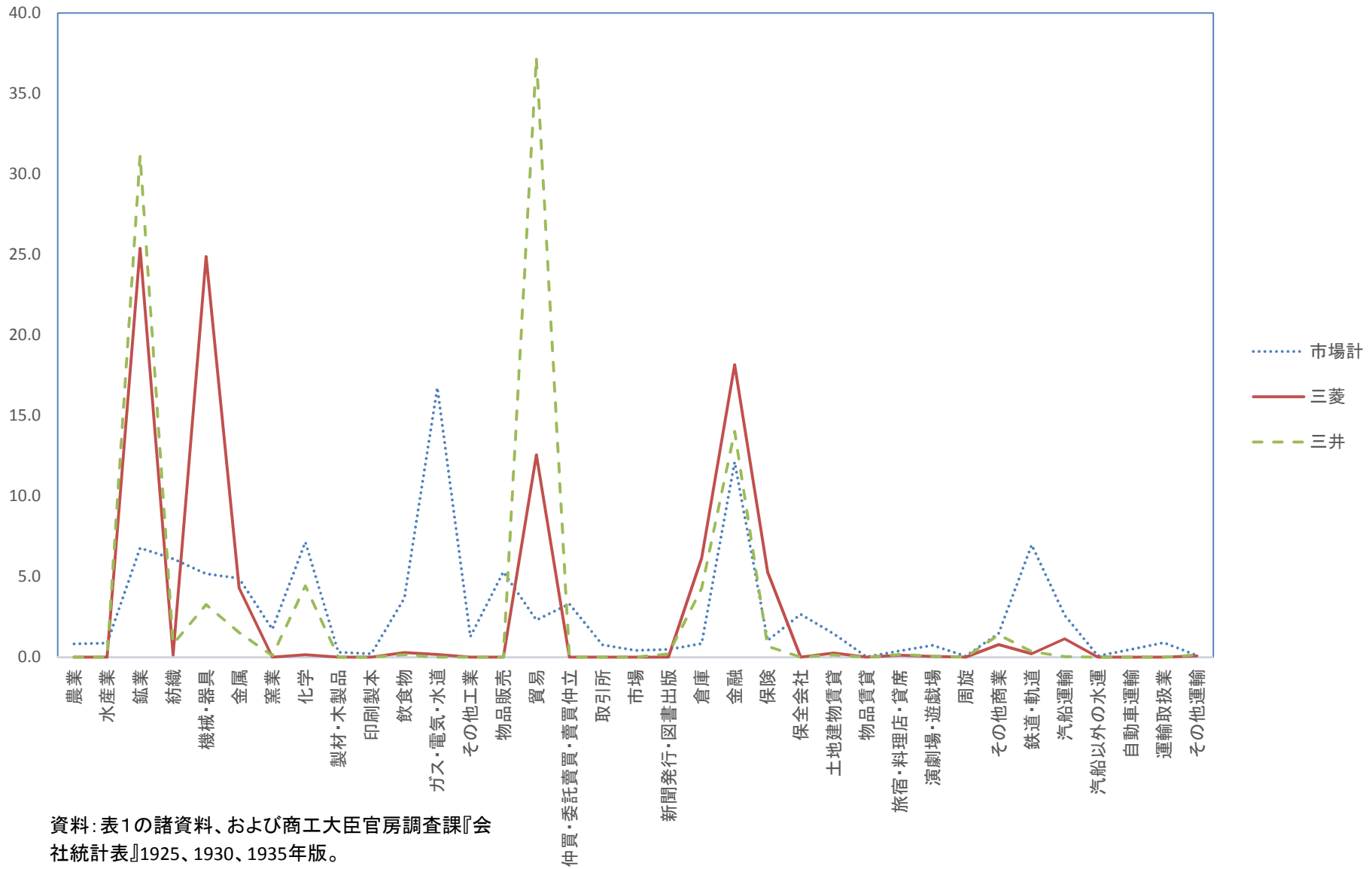


表1 三菱合資会社・三井合名会社資産の推移

千円									
	三菱 計	有価証券	(比率)	その他	三井 計	有価証券	(比率)	その他	総資産規模の比較 (三菱／三井)
1925	178,501	131,605	(73.7)	35,927	346,608	306,778	(88.5)	39,831	0.515
1926	174,479	132,538	(76.0)	31,219	355,965	313,206	(88.0)	42,759	0.490
1927	177,124	134,153	(75.7)	31,478	362,149	307,861	(85.0)	54,288	0.489
1928	179,145	131,495	(73.4)	36,107	369,106	305,981	(82.9)	63,126	0.485
1929	193,466	138,063	(71.4)	42,703	376,200	306,928	(81.6)	69,272	0.514
1930	200,153	138,005	(69.0)	42,148	377,232	309,687	(82.1)	67,544	0.531
1931	193,441	140,446	(72.6)	34,147	375,163	304,228	(81.1)	70,935	0.516
1932	200,010	141,034	(70.5)	40,122	374,378	295,194	(78.8)	79,184	0.534
1933	208,679	152,818	(73.2)	37,023	388,187	288,949	(74.4)	99,238	0.538
1934	209,756	164,601	(78.5)	26,257	366,757	283,268	(77.2)	83,489	0.572
1935	215,412	180,435	(83.8)	15,392	376,827	288,971	(76.7)	87,856	0.572
1936	217,933	173,944	(79.8)	25,219	393,712	299,873	(76.2)	93,839	0.554

資料:『三菱社誌』各号、三井合名会社「決算書」「決算書附属書」各期(公益社団法人三井文庫所蔵)。

表2 三菱合資・三井合名の収入の構造

A. 三菱

円

	合計	有価証券 配当・利子	(比率)	地所部納 付金	株式売却益	不動産売却益	その他	備考
1925	12,235,743	8,149,485	(66.6)	4,050,152	0	0	36,106	
1926	11,553,833	7,851,387	(68.0)	3,415,911	0	0	286,535	
1927	12,365,194	9,046,237	(73.2)	3,274,109	0	0	44,848	
1928	21,077,188	9,574,509	(45.4)	10,875,817	563,258	0	63,605	地所部に麴町区地所譲渡益 917, 953円
1929	28,947,462	9,053,407	(31.3)	2,075,524	13,892,750	3,283,447	642,335	
1930	10,742,949	8,154,874	(75.9)	1,857,434	0	95,064	635,578	
1931	7,748,081	5,506,911	(71.1)	1,614,711	0	271,640	354,818	
1935	19,762,590	14,521,994	(73.5)	1,303,846	1,466,050	196,731	2,273,969	

B. 三井

円

	合計	有価証券 配当・利子	(比率)	不動産収入	株式売却益	不動産売却益	その他
1925	29,893,099	26,814,285	(89.7)	1,314,393	4,250	0	1,760,171
1926	34,621,775	30,459,862	(88.0)	1,577,002	174,000	327	2,410,584
1927	30,600,271	25,636,209	(83.8)	1,348,052	0	226,548	3,389,462
1928	31,914,056	27,849,499	(87.3)	1,677,680	0	0	2,386,877
1929	33,141,905	27,927,547	(84.3)	2,134,868	18,200	0	3,061,290
1930	28,254,735	22,755,258	(80.5)	3,519,453	0	64,165	1,915,859
1931	23,423,360	18,114,570	(77.3)	3,339,445	5,200	2,603	1,961,542
1935	32,519,662	26,017,282	(80.0)	3,201,207	0	200,572	3,100,600

資料：表1参照。

表3 三菱合資会社主要投資株式

	投資額(1000円)			構成比(%)		
	1925	1930	1935	1925	1930	1935
計	131,496	136,864	179,144	100.00	100.00	100.00
三菱鉱業	40,759	37,797	43,381	30.99	27.40	24.16
三菱造船(重工)	29,565	29,520	30,867	22.48	21.40	17.19
三菱銀行	28,932	34,422	31,160	22.00	24.95	17.36
三菱商事	14,300	14,275	22,500	10.87	10.35	12.53
三菱製鉄	13,217	13,204	0	10.05	9.57	0.00
三菱海上火災保険	811	811	0	0.62	0.59	0.00
三菱倉庫	690	700	10,000	0.52	0.51	5.57
日本郵船	0	2,023	2,023	0.00	1.47	1.13
三菱信託	0	1,250	1,313	0.00	0.91	0.73
三菱電機	0	0	13,500	0.00	0.00	7.52
東京海上火災保険	0	0	7,513	0.00	0.00	4.18
日本製鉄	0	0	5,938	0.00	0.00	3.31
三菱石油	0	0	2,100	0.00	0.00	1.17
明治生命保険	0	0	1,950	0.00	0.00	1.09
その他	3,221	2,862	6,900	2.45	2.09	3.85

資料:表2を参照

注:1925、1930、1935年のいずれかの年に株式投資額合計に対する比率が1%以上であった株式のみを表示。

企業の表示は1925年の投資額順。

表4 三井合名会社の主要投資株式

	投資額(1000円)			構成比(%)		
	1925	1930	1935	1925	1930	1935
計	264,519	277,939	260,069	100.0	100.0	100.0
三井物産	99,783	99,593	99,647	37.7	35.8	38.3
三井鉱山	62,311	62,097	68,380	23.6	22.3	26.3
三井銀行	43,857	44,087	33,788	16.6	15.9	13.0
王子製紙	11,057	11,847	7,559	4.2	4.3	2.9
東神倉庫	8,800	11,405	11,424	3.3	4.1	4.4
北海道炭礦汽船	8,620	9,310	6,964	3.3	3.3	2.7
芝浦製作所	8,150	11,287	8,155	3.1	4.1	3.1
日本製鋼所	3,735	3,735	1,875	1.4	1.3	0.7
三井信託	3,594	3,653	2,406	1.4	1.3	0.9
大日本セルロイド	2,770	2,786	3,343	1.0	1.0	1.3
その他	11,842	18,140	16,530	4.5	6.5	6.4

資料：表2を参照

注：1925、1930、1935年のいずれかの年に株式投資額合計に対する比率が1%以上であった株式のみを表示。

企業の表示は1925年の投資額順。

表5 投資収益率差の要因分解:1925年

業種名	業種番号	収益率 市場	構成比			比較		比較		比較		比較	
			三菱	三井	市場	三菱	三井	三菱－市場	ポートフォ	三井－市場	ポートフォ	三菱－三井	ポートフォ
								収益率	リオ要因	収益率要	リオ要因	収益率	ポートフォ
								要因		因		要因	リオ
加重平均		6.91	6.19	9.31	1.00	1.00	1.00	0.14	-0.85	3.72	-1.32	-3.58	0.46
農業	100	4.03			0.01	0.00	0.00		0.03		0.03	0.00	0.00
水産業	200	7.44	0.00		0.01	0.00	0.00	-0.02	0.02		0.00	-0.02	0.02
鉱業	300	4.19	3.98	6.24	0.06	0.31	0.27	-0.04	-0.70	0.35	-0.36	-0.38	-0.34
紡織	401	10.59	0.00	33.00	0.08	0.01	0.01	-0.47	0.12	0.99	-1.14	-1.46	1.26
機械・器具	402	6.73	10.00	8.00	0.05	0.22	0.03	0.44	0.26	0.05	-0.01	0.39	0.27
金属	403	1.45	0.00	2.22	0.02	0.10	0.02	-0.09	-0.51	0.01	0.01	-0.10	-0.52
窯業	404	5.94		10.00	0.01	0.00	0.00		0.01	0.04	-0.01	-0.04	0.03
化学	405	6.68		14.81	0.04	0.00	0.06		0.01	0.42	0.06	-0.42	-0.05
製材・木製品	406	2.67			0.01	0.00	0.00		0.02		0.02	0.00	0.00
印刷製本	407	6.03			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
飲食物	408	7.75		0.00	0.04	0.00	0.00		-0.03	-0.16	0.12	0.16	-0.15
ガス・電気・水道	409	8.91	8.01	6.18	0.15	0.00	0.01	-0.07	-0.23	-0.21	-0.09	0.14	-0.14
その他工業	410	3.75			0.02	0.00	0.00		0.06		0.06	0.00	0.00
物品販売	501	3.19			0.04	0.00	0.00		0.15		0.15	0.00	0.00
貿易	502	2.32	2.50	10.00	0.02	0.11	0.37	0.01	-0.41	1.50	-0.27	-1.49	-0.15
仲買・委託賣買・賣買仲立	503	4.46			0.05	0.00	0.00		0.13		0.13	0.00	0.00
取引所	504	10.47			0.01	0.00	0.00		-0.03		-0.03	0.00	0.00
市場	505	7.76			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
新聞発行・図書出版	506	6.13		3.07	0.00	0.00	0.00		0.00	-0.01	0.01	0.01	0.00
倉庫	507	3.06	9.37	6.00	0.01	0.01	0.03	0.07	0.00	0.07	-0.05	0.01	0.05
金融	508	8.60	9.98	11.60	0.21	0.22	0.18	0.29	0.03	0.58	-0.08	-0.29	0.12
保険	509	13.49	10.00		0.01	0.01	0.00	-0.03	-0.03		-0.08	-0.03	0.05
保全会社	510	2.18			0.01	0.00	0.00		0.06		0.06	0.00	0.00
土地建物賃貸	511	2.84	6.47	0.00	0.01	0.00	0.00	0.03	0.02	-0.02	0.06	0.04	-0.04
物品賃貸	512	1.41			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
旅宿・料理店・貸席	513	2.98		6.94	0.00	0.00	0.00		0.01	0.01	0.00	-0.01	0.01
演劇場・遊戯場	514	2.93	6.45	5.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
周旋	515	7.96			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
その他商業	516	4.66	5.56	8.52	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.04	0.00	-0.03	0.01
鉄道・軌道	601	8.04	7.82	5.35	0.06	0.00	0.00	-0.01	-0.06	-0.08	0.01	0.07	-0.07
汽船運輸	602	2.84		9.00	0.04	0.00	0.00		0.18	0.13	0.04	-0.13	0.13
汽船以外の水運	603	1.46			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
自動車運輸	604	6.17			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
運輸取扱業	605	4.83			0.01	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
その他運輸	606	2.45		8.06	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料:表1および本文を参照。

表6 投資収益率差の要因分解:1930年

業種	業種番号	収益率 市場	構成比			比較		三菱－市場		三井－市場		三菱－三井	
			三菱	三井	市場	三菱	三井	収益率要 因	ポートフォリ 才要因	収益率要 因	ポートフォリ 才要因	収益率 要因	ポートフォリ 才要因
加重平均		5.02	5.89	7.50	1.00	1.00	1.00	0.48	0.39	2.19	0.40	-1.71	-0.01
農業	100	1.75			0.01	0.00	0.00		0.03		0.03	0.00	0.00
水産業	200	4.03	0.00		0.01	0.00	0.00	-0.01	0.02		0.01	-0.01	0.01
鉱業	300	3.24	6.99	6.06	0.06	0.28	0.28	0.63	0.02	0.47	-0.08	0.15	0.10
紡織	401	4.64	0.00	26.50	0.07	0.00	0.01	-0.16	0.17	0.78	-0.64	-0.95	0.81
機械・器具	402	6.43	5.51	0.00	0.04	0.22	0.04	-0.12	0.16	-0.27	0.01	0.15	0.16
金属	403	2.04	0.02	2.33	0.02	0.10	0.01	-0.12	-0.30	0.01	0.02	-0.13	-0.32
窯業	404	4.19		7.68	0.02	0.00	0.01		0.01	0.04	-0.01	-0.04	0.02
化学	405	4.53	1.48	9.92	0.05	0.00	0.06	-0.08	0.10	0.30	0.02	-0.38	0.08
製材・木製品	406	1.46			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
印刷製本	407	4.12			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
飲食物	408	4.94		1.33	0.04	0.00	0.00		0.00	-0.07	0.07	0.07	-0.07
ガス・電気・水道	409	7.40	6.86	3.73	0.18	0.00	0.01	-0.05	-0.38	-0.35	-0.09	0.30	-0.28
その他工業	410	3.95			0.01	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
物品販売	501	3.05	3.56		0.04	0.00	0.00	0.01	0.07		0.08	0.01	-0.02
貿易	502	5.32	0.00	9.00	0.02	0.10	0.35	-0.34	-0.19	0.68	0.69	-1.03	-0.88
仲買・委託賣買・賣買仲立	503	1.67			0.04	0.00	0.00		0.13		0.13	0.00	0.00
取引所	504	5.95			0.01	0.00	0.00		-0.01		-0.01	0.00	0.00
市場	505	4.30			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
新聞発行・図書出版	506	5.81		0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	-0.02	0.01	0.02	-0.01
倉庫	507	1.67	5.85	3.00	0.01	0.01	0.04	0.05	0.00	0.03	-0.08	0.01	0.08
金融	508	7.01	9.82	9.87	0.16	0.26	0.17	0.59	0.35	0.47	0.05	0.12	0.30
保険	509	12.51	12.00	16.84	0.01	0.01	0.00	0.00	-0.03	0.03	-0.06	-0.04	0.03
保全会社	510	1.13			0.03	0.00	0.00		0.10		0.10	0.00	0.00
土地建物賃貸	511	2.29	8.00	3.29	0.01	0.00	0.00	0.04	0.00	0.01	0.03	0.03	-0.03
物品賃貸	512	2.55			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
旅宿・料理店・貸席	513	0.93		2.95	0.00	0.00	0.00		0.02	0.01	0.01	-0.01	0.01
演劇場・遊戯場	514	4.45	2.22	1.00	0.01	0.00	0.00	-0.01	0.01	-0.01	0.02	0.01	0.00
周旋	515	5.98			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
その他商業	516	1.84	0.00	0.95	0.02	0.00	0.01	-0.02	0.06	-0.01	0.01	0.00	0.05
鉄道・軌道	601	5.40	6.85	7.01	0.08	0.00	0.00	0.06	-0.08	0.06	-0.09	-0.01	0.01
汽船運輸	602	0.87	2.03	2.50	0.03	0.01	0.00	0.03	0.05	0.02	0.10	0.00	-0.05
汽船以外の水運	603	2.19			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
自動車運輸	604	2.32			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
運輸取扱業	605	3.03			0.01	0.00	0.00		0.02		0.02	0.00	0.00
その他運輸	606	2.46	3.94	7.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料:表1および本文を参照。

表7 投資収益率差の要因分解:1935年

業種	業種番号	収益率		構成比		比較		比較		比較		比較	
		市場	三菱	三井	市場	三菱	三井	三菱－市場	ポートフォリオ	三井－市場	ポートフォリオ	三菱－三井	ポートフォリオ
								収益率	要因	収益率	要因	収益率	要因
加重平均		5.88	7.98	9.61	1.00	1.00	1.00	0.18		1.91	2.48	1.25	-2.29
農業	100	3.39			0.01	0.00	0.00		0.02		0.02	0.00	0.00
水産業	200	8.23			0.01	0.00	0.00		-0.02		-0.02	0.00	0.00
鉱業	300	6.58	10.88	11.56	0.07	0.25	0.31	0.69	0.53	0.94	0.78	-0.25	-0.25
紡織	401	8.37	0.00	25.00	0.06	0.00	0.01	-0.26	0.10	0.57	-0.57	-0.83	0.67
機械・器具	402	8.38	7.94	10.19	0.05	0.25	0.03	-0.07	0.45	0.08	-0.07	-0.14	0.51
金属	403	6.13	5.55	3.98	0.05	0.04	0.02	-0.03	0.00	-0.07	0.03	0.04	-0.03
窯業	404	8.21		9.50	0.02	0.00	0.00		-0.04	0.01	-0.05	-0.01	0.01
化学	405	7.32	2.09	8.88	0.07	0.00	0.04	-0.19	0.08	0.09	-0.06	-0.28	0.14
製材・木製品	406	2.91			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
印刷製本	407	3.36			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
飲食物	408	6.09	0.60	0.66	0.04	0.00	0.00	-0.11	0.09	-0.10	0.09	0.00	0.00
ガス・電気・水道	409	6.47	6.00		0.17	0.00	0.00	-0.04	-0.06		-0.10	-0.04	0.04
その他工業	410	4.39			0.01	0.00	0.00		0.02		0.02	0.00	0.00
物品販売	501	4.59			0.05	0.00	0.00		0.07		0.07	0.00	0.00
貿易	502	6.78	6.03	10.00	0.02	0.13	0.37	-0.06	0.05	0.64	0.88	-0.69	-0.82
仲買・委託賣買・賣買仲立	503	2.75			0.03	0.00	0.00		0.10		0.10	0.00	0.00
取引所	504	7.60			0.01	0.00	0.00		-0.01		-0.01	0.00	0.00
市場	505	2.41			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
新聞発行・図書出版	506	3.34		4.96	0.00	0.00	0.00		0.01	0.01	0.00	-0.01	0.01
倉庫	507	2.50	0.19	0.00	0.01	0.06	0.04	-0.08	-0.24	-0.06	-0.16	-0.02	-0.08
金融	508	6.16	7.92	7.98	0.12	0.18	0.14	0.27	0.07	0.24	0.02	0.03	0.05
保険	509	12.39	12.70	15.79	0.01	0.05	0.01	0.01	0.28	0.03	-0.03	-0.02	0.31
保全会社	510	4.28			0.03	0.00	0.00		0.04		0.04	0.00	0.00
土地建物賃貸	511	1.86	9.84	2.07	0.01	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00	0.05	0.07	-0.05
物品賃貸	512	2.21			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
旅宿・料理店・貸席	513	1.43	0.00	1.85	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
演劇場・遊戯場	514	1.41	4.44	2.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.00	0.03	0.01	-0.01
周旋	515	4.22			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
その他商業	516	1.58	3.26	1.79	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02	0.02
鉄道・軌道	601	3.83	1.53	5.42	0.07	0.00	0.00	-0.08	0.22	0.06	0.08	-0.14	0.13
汽船運輸	602	3.09	4.87	6.00	0.03	0.01	0.00	0.03	0.03	0.04	0.03	0.00	-0.01
汽船以外の水運	603	1.99			0.00	0.00	0.00		0.00		0.00	0.00	0.00
自動車運輸	604	3.31			0.00	0.00	0.00		0.01		0.01	0.00	0.00
運輸取扱業	605	4.04			0.01	0.00	0.00		0.02		0.02	0.00	0.00
その他運輸	606	2.73	4.06	5.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料:表1および本文を参照。