

# 満洲投資は儲かったか？

須 永 徳 武

## 1. 満洲企業史研究の現状

1905年9月に日露講和条約が締結され日露戦争が終結する。さらに同年12月に日本と清国の間で「満洲二関スル条約」が締結され、日本は旅順および大連の租借権をはじめとする南満洲のロシア権益を接收した。これ以降、関東州と鉄道付属地を中心に、日本の満洲進出が本格化する。日本は1906年8月に関東都督府を旅順に設立し、さらに同年11月には旅順・長春間の東清鉄道および付帯利権を基盤とする南満洲鉄道株式会社（満鉄）を設立した。この満鉄設立を皮切りに日本資本の満洲進出が増大し、満洲には多数の日系企業が設立されることとなった。満洲に設立された法人企業数を資料で悉皆的に確認できる最終時点の1942年9月30日データによれば、関東州租借地に本店を有する日本法人企業が1,328社、「満洲国」（以下、括弧を付さない）に本店を有する満洲国法人企業が5,194社、総計で6,522社を確認できる<sup>1)</sup>。これらの法人企業には中国人やロシア人により設立された企業が若干数含まれているため、この総計を日系会社数と言うことはできないが、その大半は日系会社と言って良い。また、この法人企業数は、1942年時点で商業登記が確認できる会社に限定され、満洲に設立された会社でも、1942年以前に清算された会社数は算入されていない。しかし、1935年から1942年まで大連商工会議所調査部により作成された『満洲銀行会社年鑑：各年版のデータや日清興信所編『満洲会社興信録』載録データとこの1942年データを照合してみると、そうした清算会社も著しく多かったことを確認できる<sup>2)</sup>。このように日露戦後以降の満洲には日系企業が数多く設立され、様々な事業活動を展開していた。

そうした満洲に進出した日系企業を対象として、これまで多くの研究が積み重ねられてきた。こうした諸研究については、すでに山本裕により網羅的かつ詳細な整理と検討が行われているため、本稿であらためて検討することは割愛するが、これまでの満洲企業研究は満鉄や満洲重工業開発株式会社（満業）、あるいはそれらの関係会社を対象とするものが多かった<sup>3)</sup>。こう

1) 大連商工会議所編『満洲銀行会社年鑑 昭和拾七年版』、1943年3月。

2) 須永徳武監修『満洲銀行会社年鑑：昭和10年版～昭和17年版（復刻）、ゆまに書房、2001年～2008年、日清興信所編纂『満洲会社興信録 大正十一年版（非売品）』、1922年。

3) 山本裕『満洲：日系企業研究史』（田中明編著『近代日中関係史再考』日本経済評論社、2002年）。

した研究では、特定企業を検討対象に指定し、当該企業の財務データ分析を通じてその経営動向を把握する研究方法が多く用いられてきた。これにより満洲における個別企業の経営実態や植民地企業としての特性が明らかにされた意義は大きい。しかし、その検討対象は国策的な巨大企業や特殊会社が大半で、それら個別企業の検討結果を満洲企業全体の経営状況や特質規定に敷衍することはできない。少数ではあるが民間企業や中小商工業を検討対象とした研究も存在するが、これらもまた個別企業に対するミクロ分析である点では同様の問題を孕んでいる<sup>4)</sup>。こうした個別企業を検討対象とするミクロな研究方法では、満洲企業の全体構造やその特質に接近することはできない。満洲企業の全体構造を射程にした研究としては、金子文夫『近代日本における対満州投資の研究』があげられる<sup>5)</sup>。同書は段階区分に相応して1930年までの日本資本の満洲進出を検討し、鉄道と金融を基軸に満洲投資の全体構造を明らかにすると同時に満洲企業の活動に対しても踏み込んだ検討を加えている。ただし、同書の主題が満洲投資と満洲経済支配の両面に設定された結果、卓越した満洲植民地経済史研究となった反面で、満洲企業への視野は必然的に収縮することとなった。また、安富歩『満洲国の金融』は、財務データの整理と解析を通じて、満洲中央銀行、満洲興業銀行、満鉄、満業間の資金循環を数量的に再構成し、その構造を明示した<sup>6)</sup>。満洲国における資金循環の動脈を析出し、満洲経済を支えた金融的基盤の全体構造を再現させた同書が、金融史研究の枠を超えて満洲経済史研究の大きな画期となった点に疑問の余地はない。しかし、安富が着目した銀行・会社はいずれも満洲経済の中核であり、これらの資金調達と資金の相互循環および投資行動は満洲経済の大動脈ではあったが、その資金循環のみで満洲経済が維持されたわけではない。その意味で、同書の「メゾ・スコピックとでもいうべき中間的な水準からのアプローチ」を継承しながら、より広範な企業カバレッジが可能な水準を設定した研究が必要と思われる<sup>7)</sup>。他方、満洲企業の広範なカバレッジの点で画期的な成果は、鈴木邦夫編著『満洲企業史研究』である<sup>8)</sup>。同書では商業登記簿に基づいて満洲各地の法人企業を悉皆調査した『満洲銀行会社年鑑』等の企業データを利用し、資本類型・系列および産業分野の両面から満洲企業の全体像と事業活動が包括的に検討された。これにより満洲法人企業に関しては、零細規模の末端までその全体構造の把握が可能となった。

4) 例えば、原沢芳太郎「王子製紙の満洲（中国東北部）進出 『余裕』あつての戦略の失敗」（土屋守章・森川英正編『企業者活動の史的的研究 中川敬一郎先生還暦記念』日本経済新聞社、1981年）、大倉財閥研究会編『大倉財閥の研究 大倉と大陸』近藤出版社、1982年、沢井実「鉄道車両工業と『満洲』市場 1930年代を中心に」（大石嘉一郎編『戦間期日本の対外経済関係』日本経済評論社、1992年）、柳沢遊『日本人の植民地体験 大連日本人商工業者の歴史』青木書店、1999年、落合功「戦時期、食品企業の満洲進出について 満洲ヤマサ醤油株式会社を例にして」『修道商学』第45巻第2号、2005年2月などがある。

5) 金子文夫『近代日本における対満州投資の研究』近藤出版社、1991年。

6) 安富歩『満洲国の金融』創文社、1997年。

7) 同前、viiiページ。

8) 鈴木邦夫編著『満洲企業史研究』日本経済評論社、2007年。

これまでの満洲企業研究において、その包括性と精度の点で同書は一つの到達点を画する成果であった。しかし、同時に6,000社を超えるマイクロデータから満洲企業全体の構造的特質を抽出することの困難さも同書からは示唆される。その意味では、安富の「中間的な水準からのアプローチ」の有効性があらためて確認される。こうした研究史の動向を踏まえて、本稿では安富歩『満洲国の金融』と鈴木邦夫編著『満洲企業史研究』の中間水準に検討対象を指定し、財務データの検討を通じて満洲企業の収益性分析にアプローチする。

## 2. 課題と方法

植民地への企業進出は、これまで多くの場合、帝国主義史のコンテキストにおける資本輸出論の観点から論じられてきた。古典派経済学者のJ. S. ミルが利潤率低下の阻止要因として、「国内で獲得されうる利潤よりもより高い利潤を求めて、資本が絶えず諸方の植民地あるいは外国へ流出する」ことを指摘し、マルクスも「資本が外国に送られるとすれば、それは、資本が国内では絶対的に運用されえないからではない。それは、資本が外国ではより高い利潤率で運用されうるから、起きるのである」と論及したが、これらはいずれも資本輸出それ自体を正面から論じたものではなかった<sup>9)</sup>。その後、J. A. ホブソンが「帝国主義において他の何ものにもまさって重要な経済的要素は、投資に関連ある勢力である。資本の世界性の増大は、最近数世代における最大の経済的变化であった。各先進工業国はその資本のヨリ大なる部分をば、自国の政治的領域の限界の外に、即ち外国もしくは植民地に投じて、増大する所得をこの源泉から引き出そうとする傾向をもってきた」と指摘し、帝国主義の経済的要因は過剰資本輸出にあるとして、初めて体系的に資本輸出を論じた<sup>10)</sup>。J. A. ホブソンとほぼ時を同じくして、マルクス『資本論』を継承するヒルファーディングが、金融資本を媒介に遊休貨幣資本が海外投資される現象について本格的に検討を加えた。ヒルファーディングは「貸しつけ資本形態での輸出よりもはるかに大きく作用するのは、産業資本の輸出であって、これもまた産業資本形態での資本の輸出がますます大きな意義をもつにいたる原因」と述べ、直接投資が資本主義的生産様式の世界的拡張をもたらすと同時に帝国主義的対立を激化させると論じた<sup>11)</sup>。さらに「資本輸出の条件は利潤率の相違」と明確に指摘し、この「利潤率の相違」の要因として直接投資先の安価な労働力コストと低廉な土地価格をあげた<sup>12)</sup>。ただし、直接投資主体である企業にとって重要なことは、相互の平均利潤率の相違ではなく、個別産業部門利潤率、さらには個別資本利潤率の差異である。この点は本稿の検討作業に関連する論点となるため、あらかじめ指摘

9) J. S. ミル『経済学原理(四)』岩波文庫、1961年、88ページ、K. マルクス『資本論(六)』岩波文庫、1969年、404ページ。

10) J. A. ホブソン『帝国主義論 上巻』岩波文庫、1951年、102ページ。

11) R. ヒルファーディング『金融資本論』大月書店、1961年、464ページ。

12) 同上、462ページ。

しておきたい。J. A. ホブソンの過剰資本論とヒルファーディングの資本輸出論をほぼ踏襲したレーニンは、独占資本主義下で生じた過剰資本が高利潤を求めて「後進諸国」へ資本輸出されると論じ、「これらの後進諸国では、利潤は高いのが普通である。なぜなら、資本がすくなく、地価は比較的安く、賃金は低く、原料は安いからである」と述べた<sup>13)</sup>。

これまでの資本輸出をめぐる代表的な理論を通観してみると、最も精緻に議論を展開したと思われるヒルファーディングを典型として、資本輸出の起因が利潤率格差にあるとする理解は共通している。ただし、すでに指摘したように、この場合の利潤率は平均利潤率ではなく、直接投資の産業別利潤率および個別企業利潤率である。植民地帝国として戦前期の日本は台湾、朝鮮、満洲などに巨額な資本輸出を行ってきた。直接投資に限定しても国策的な巨大企業から中小・零細レベルの商工業まで多数の企業が植民地進出をした。ヒルファーディングやレーニンの定式に準ずれば、こうした植民地への企業進出は日本本国との利潤率格差がその誘因となったはずである。この点を実証的に検討することを通じて、日本の植民地支配、さらには日本帝国主義の特質を検証する際に不可欠な基本情報を提供することが本稿の目的である。本稿では、まず満洲企業と日本本国企業との間の「利潤率格差」を定量的に分析し、満洲投資の誘因がはたして「利潤率格差」にあったかどうかを検討する。

1. で概観したように、これまで満洲企業に関しては多様な視角から多くの研究が積み重ねられてきた。また、本稿では検討の埒外となるが、台湾や朝鮮企業についてもその研究蓄積は少なくない<sup>14)</sup>。これら植民地企業に関する研究は、これまで日本帝国主義史のコンテクストで進められることが多かった。そのため、それが明示的であるか否かは別にして、その多くがヒルファーディングやレーニンの資本輸出論を暗黙の前提としてきたと思われる。その一方で、資本輸出論の根幹である利潤率格差について、植民地企業に即して具体的に検討した研究は管見の限り存在しない。満洲企業を事例として、この乖離を埋め合わせることが本稿の役割である。

本稿における検討のポイントは以下の3点である。マクロとミクロの中間的な水準で満洲企業を指定し、個別企業レベルで検証を加える。この設定は安富歩のメゾ・スコピックな視点の継承である。すでに指摘したように、対外投資を行う企業の投資判断に際して日本本国と満洲の平均利潤率の差異は意味をもたない。個別企業にとって重要な点は参入を企図する産業部門あるいは個別企業単位の利潤率格差であるからである。したがってマクロ的な視点から日本と満洲の利潤率を比較することに有効性はない。他方で満洲には法人企業に限定しても6,000社を超える日系企業が進出していた。ミクロレベルでこれらの企業利潤率を悉皆的に把握することは、実際的には不可能である。こうした理由から、その中間的な水準で満洲企業を指定する。対象企業の選択に際して可能な限り恣意性を排除する。日本および満洲企業の比較に際

13) レーニン「資本主義の最高の段階としての帝国主義」(『レーニン全集』第22巻、大月書店、1957年)、277～278ページ。

14) 台湾や朝鮮についても、満洲企業分析と同じ手法を用いて、順次検討を加える予定である。

して、厳格に資本金規模や業態を平準化することは不可能である。とは言え、恣意的に企業選択することも検討方法としては適切ではない。本稿ではほぼ同一の視点から企業選択された資料を利用することで、一定度の客観性を担保した比較を行う。個別企業の財務データを用いて日本および満洲企業の収益性を比較する。資料的には1937年～1941年まで満洲企業の財務データが利用可能である。しかし、戦時経済の深化のなかで、どの年次を選択しても日本および満洲企業を取り巻く経済環境の変化が大きく、それに起因する影響は避け難い。本稿では載録企業数の観点から調査最終年次の1941年データを主に利用したが、そこに経済環境の変化による偏差の可能性があることは付言しておきたい。

また、財務データ分析の具体的指標は、以下の4点である。総資本利益率 (Return on Assets : ROA)。これは総資本 (総資産) に対する利益割合を示す指標で、企業が資本全体を用いてどれだけ収益を上げたかを示す総合的かつ一般的な指標である。分母に企業規模を示す総資本 (自己資本および他人資本)、分子に当期純利益を用い、この数値が高ければ収益性が高いと判断する。自己資本利益率 (Return on Equity : ROE)。これは自己資本に対する利益割合を示す指標で、企業が自己資本を用いてどれだけ収益を上げたかを示し、ROA と並んで一般的な収益性指標である。分母に自己資本、分子に当期純利益を用い、これも数値が高ければ収益性が高いと判断するが、財務レバレッジにより負債 (他人資本) 比率が高い場合でも ROE は高くなる。1株当たり利益 (Earnings Per Share : EPS)。これは1株単位の利益額を示す指標で、株式を基準とした収益性指標である。分母に発行済株式数、分子に当期純利益を用い、これも数値が高ければ収益性が高いと判断する。ただし、実際の株式は額面に相違があること、さらに新株発行等の要因から額面払込が未了の株式も多数あり、単純に発行済株式数を分母とすることは適切ではない。そこで本稿では、便宜的に株式すべてを額面50円払込済みと仮定し、検討対象企業の払込資本金額を一律に50円で除した数を分母とした。財務分析一般の操作としては難があり、実際の発行済株式数とも異なるが、本稿の目的である企業相互の収益性比較の観点からは、必要な操作と考えている。株価収益率 (Price Earnings Ratio : PER)。これは株価が EPS の何倍かを示す指標で、株式市場における投資インセンティブの指標である。株式投資に際して、株価が実際の企業収益に対して割高か、割安かを示す指標となるため、株式市場における満洲企業選好の程度を検討する際に用いる。

### 3. 資料と検討対象企業

利用資料は、大連商工会議所調査部編『満洲事業成績分析』および三菱経済研究所編『本邦事業成績分析』を用いる<sup>15)</sup>。『満洲事業成績分析』は、昭和12年度の第1回から昭和16年度の

15) 『満洲事業成績分析』の企業選択方針や財務情報の集計方法は、ほぼ『本邦事業成績分析』を踏襲したものと推測される。ちなみに朝鮮についても朝鮮殖産銀行調査部編『朝鮮事業成績：附分析比率』

第5回まで刊行されており、第1回の緒言に「満洲国の事業発展は誠に目覚しい。更に産業五箇年計画の遂行は、一段とこれに拍車をかけることゝならう。此の時に当て各事業の成績並に資産状態等を検討し、之に対し正しき認識をもつことは、凡そ満洲の事業界に関心を持つ程の人々に取って、決して無駄なことではあるまい」とあることから、この刊行契機が1937年4月に発動された満洲産業開発五カ年計画であったことが推測される<sup>16)</sup>。また、その企業選択に関しては、「関東州及満洲国に本社を有し又は当地に於て主たる営業を営んでゐる会社中主要なるもの160社を選び、これが昭和12年度（康德4年度）に於ける事業成績に就て業類別に分析綜合したもので、「調査会社160社の選択目標は、満洲事業界の趨向を指標する数字作成の爲め必要なるものを網羅すること」にあり、「この目的と密接な関係なき会社は之を除き、又産業界に重要な位置を占める会社にしても、創業早々にて未だ事業の開始に至らず、本格的に損益計算を爲し得ざる会社」は除外したことが説明されている<sup>17)</sup>。

他方、『本邦事業成績分析』は、1928年上期から1930年下期まで6期の財務データを採録した最初の版が1931年5月に三菱合資会社資料課から刊行された。この資料課が1932年4月に三菱合資会社から分離・独立して三菱経済研究所が設立される。このため同年6月刊行の第3回版である昭和6年下期版から刊行主体が三菱経済研究所に変更された。この刊行の背景には、上場企業の増大と証券市場の拡大に伴う株式投資家の増加や企業情報に対するニーズの拡大があった<sup>18)</sup>。『本邦事業成績分析』は、第2回版が昭和6年上期、第3回版が同年下期データを載録し、これ以降も第26回版（昭和18年上期）まで継続的に刊行された。その企業選択は「各種事業ニ於ケル主要株式会社四百五十六社（其払込資本金総額計五、四四〇、五四二千元）二付キ、昭和三年上期ヨリ五年下期ニ至ル六期間ノ結果ヲ業別のニ観察シタルモノ」と記され、『満洲事業成績分析』のそれとほぼ同様であったことを確認できる<sup>19)</sup>。この点からも『本邦事業成績分析』が『満洲事業成績分析』の作成モデルであったことが推測されるが、両資料とも明確な企業選択の基準は明示されていない。

本稿の検討に用いた『満洲事業成績分析』第5回は、関東州および満洲国に本社を置く199社について昭和16年度（康德8年度）財務データを載録する。1941年は第1次満洲産業開発五カ年計画が満了した年次に当たるが、同計画は初年度の日中戦争勃発や3年度のドイツによるポーランド侵攻を契機とした第二次世界大戦勃発の影響を受け、資金および資材の慢性的欠乏に直面し、「徹底的重点主義」の採用や鉱工業から農業への産業政策の転換など、当初計画は

---

という同種のデータが1939年～1942年までの4年間刊行されている。これも『本邦事業成績分析』をほぼ踏襲した編成になっている。

16) 大連商工会議所調査部編『満洲事業成績分析 第1回』大連商工会議所、1938年。

17) 同上、4ページ。

18) 中村青志「解題」（『戦前期本邦事業成績分析』第1巻、ゆまに書房、2006年）、5～7ページ。

19) 三菱合資会社資料課編『本邦事業成績分析調査（自昭和三年上期至五年下期）』三菱合資会社、1931年、1ページ。

大幅に修正を余儀なくされた。この翌年の1942年に、それまでの重要産業統制法を拡大強化した産業統制法が制定され、統制指定産業は21業種から85業種へと拡大された。これにより大多数の満洲企業は個々の業務から経理に至るまで満洲国政府の統制下に置かれることとなった。その意味で1942年は満洲企業にとって大きな転換点となる年であったが、『満洲事業成績分析』第5回は、この直前の満洲企業の財務データを示すものである。また、その載録企業は「満洲の事業大勢を支配する主要なるものを網羅」するもので、「会社選定の第一要件として資本金、利益金（純益金）、配当金（配当率）を考慮に入れた」と説明される<sup>20)</sup>。他方、『本邦事業成績分析』昭和十六年上期は「本邦主要株式会社三百五十社の事業成績」を、下期は「本邦主要株式会社三百四十四社の事業成績」を載録するが、それらはまず51業類に分類され、さらにこの51業類を8業種に統合する方法が採られている。業類は産業部門の盛衰を鑑みた統廃合が加えられ、16年上期に自動車工業が新規業類として掲出された一方で、下期には綿織物業が業類から削除された<sup>21)</sup>。1938年4月に戦時経済統制の基本法となった国家総動員法が公布され、日本企業も戦時統制体制に編入される。企業経営に公益優先の論理を課す会社経理統制令が1940年10月に公布され、さらに1941年8月には重要産業団体令が公布され、重要基幹産業に次々と統制会の設立命令が下された。他方で1941年7月の英、米、蘭印の対日資産凍結により貿易関係が実質的に壊滅状況となり、原材料や機械輸入の減退から未稼働遊休設備の増大が生じていた。『本邦事業成績分析』昭和十六年上・下期は、こうした経済環境の下にある日本企業の財務データを示したものである。

表1は、『満洲事業成績分析』第5回および『本邦事業成績分析』昭和十六年下期に採録された企業の業類・業種別構成比を示したものである。満洲企業では金融業（11.7%）、の構成比が最も高く、化学工業（10.2%）と土地建物・拓殖興業（10.2%）がそれに続く。他方、日本企業では化学工業（19.2%）および金属・機械器具工業（18.9%）と重化学工業部門が全体の4割弱を占め、金融業（12.1%）がそれに次ぐ。労力供給・請負業や雑業に区分される企業の載録はない。こうした載録企業比率の業種別差異や満洲企業197社に対して日本企業338社と載録企業総数の差異はあるが、これらは日本と満洲の企業ボリュームや産業構造の差異が反映されたものであり、本稿の目的である利潤率格差の比較分析に有意な障害となるものではない。表2は、本稿で分析対象とする企業が、満洲における日本系企業（株式会社）全体でどの程度の構成比を有するかを、会社数と払込資本金額について示したものである。会社数で見ると、満洲企業全体の7.9%の企業が分析対象となっており、全16業種中で10業種の構成比が10.0%を超える。他方で商業および労力供給・請負業が1.7%と構成比が低い。この両業種は中小・零細企業が多数叢生した満洲企業構造の特徴的部門であり、その点が反映したものと思われる。

20) 大連商工会議所調査部編『満洲事業成績分析 第5回』大連商工会議所、1943年、1～2ページ。

21) 三菱経済研究所編『本邦事業成績分析』昭和十六年上期、三菱経済研究所、1942年、5ページ、同、昭和十六年下期、5ページ。

表1 分析対象企業の業種・業種構成

業種	満洲企業		日本企業		
	業類	社	%	社	%
金融業	銀行業	13	11.7	34	12.1
	金融業	3		0	
	無尽業	7		0	
	信託業	0		7	
取引所・清算会社		4	2.0	7	2.1
証券・保険業	証券業	0	0.0	6	1.8
	保険業	0		0	
商業		12	6.1	11	3.3
繊維工業	紡織工業	11	6.1	23	6.8
	染色工業	1		0	
化学工業		20	10.2	65	19.2
金属・機械器具工業	金属工業	14	11.7	19	18.9
	機械器具工業	9		45	
食料品工業		17	8.6	13	3.8
雑工業	製材・木製品工業	9	8.6	3	2.7
	印刷・製本工業	3		6	
	その他工業	5		0	
窯業		14	7.1	19	5.6
鉱業	鉱業	10	5.6	14	4.1
	投資会社	1		0	
電気・ガス		3	1.5	17	5.0
交通・運輸・通信	交通	7	5.1	25	8.6
	運輸	2		4	
	通信	1		0	
倉庫業		3	1.5	7	2.1
土地建物・拓殖興業	土地建物業	13	10.2	7	3.8
	拓殖興業	7		6	
労力供給・請負業		2	1.0	0	0.0
雑業	娯楽・旅館業	2	3.0	0	0.0
	雑業	4		0	
総計		197	100.0	338	100.0

(出典) 『満洲事業成績分析』(第5回)大連商工会議所, 1943年8月, 『本邦事業成績分析』昭和十六年下期, 三菱経済研究所, 1942年7月より作成。



表2 1941年度 満洲会社全体における分析対象会社の比率

業種	在満洲株式会社全体		分析対象会社			
	会社数	払込資本金額 (千円)	会社数		払込資本金額 (千円)	
金融業	134	568,325	23	17.2%	69,640	12.3%
取引所・清算会社	19	6,426	4	21.1%	3,425	53.3%
商業	709	381,325	12	1.7%	41,580	10.9%
紡織工業	66	139,539	12	18.2%	55,500	39.8%
化学工業	192	443,773	20	10.4%	104,093	23.5%
金属・機械器具工業	274	845,287	23	8.4%	649,450	76.8%
食品工業	136	98,436	17	12.5%	47,505	48.3%
雑工業	203	149,694	17	8.4%	60,682	40.5%
窯業	79	85,107	14	17.7%	50,526	59.4%
鋳業	93	977,710	11	11.8%	978,433	100.1%
電気・瓦斯	25	438,207	3	12.0%	217,000	49.5%
交通・運輸・通信	96	1,137,522	10	10.4%	1,117,133	98.2%
倉庫・保険業	24	5,994	3	12.5%	956	15.9%
土地建物・拓殖興業	233	294,672	20	8.6%	146,277	49.6%
労力供給・請負業	116	69,925	2	1.7%	2,250	3.2%
雑業	88	32,399	6	6.8%	10,400	32.1%
総計	2,487	5,674,341	197	7.9%	3,554,850	62.6%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月より作成。

(注1) 出典資料で分析対象会社に含まれる日清製油株式会社および昌光硝子株式会社は日本法人のため除外した。

(注2) 出典資料では満洲重工業開発株式会社 (払込資本金額4億5,000万円) が鋳業に算入されたため、鋳業の払込資本金額が異常値となっている。

他方、払込資本金額で見ると、満洲企業全体の62.6%を分析対象企業が占有し、全16業種中の11業種で占有率が30%を超える。『満洲事業成績分析』では、満鉄に代替した巨大投資会社である満業が鋳業部門に算入されるため、鋳業の払込資本金額で異常値が計上される点や労力供給・請負業でカバレッジが低い点に難点は残るが、会社数および払込資本金額で観察する限り、本稿での検討結果を満洲企業全体に拡張・解釈することに大きな瑕疵はないと考える。表3は、本稿の分析対象である満洲企業名を業種・業類別に示したものである。各業種・業類に企業規模を含めて満洲を代表する大企業が掲出されていることが確認できる。この点に鑑みれば、本稿で析出される財務指標は、満洲企業構造の最上層を構成する企業群のデータである点を指摘しておきたい。同様に、表4は分析対象とした日本企業名を示したものである。日本企業についても各業種・業類における代表的な企業が網羅されていることが確認できる。その点では満洲企業の比較対象として統合的な企業群と言える。なお、『本邦事業成績分析』は細分された業類を掲出しているが、『満洲事業成績分析』の業類がその水準に適合的でないため、本稿の

表3 業種別分析対象満洲企業一覧

業種	業類	社数	会社名
金融業	銀行業	13	満洲興業銀行・奉天商工銀行・益発銀行・益通商業銀行・東辺実業銀行・功成銀行・管口商業銀行・奉天商業銀行・奉天銀行・新京銀行・奉天滙業銀行・吉林銀行・安東実業銀行
	金融業	3	関東州実業振興・大興公司・東省実業
	無尽業	7	蓬萊無尽・安東無尽・新京無尽・吉林無尽・撫順無尽・第一無尽・奉天無尽
取引所・清算会社		4	大連株式商品取引所・満洲証券取引所・大連証券信託・大連商品取引信託
商業		12	日滿商事・進和商会・満洲葉煙草・福昌公司・満蒙毛織百貨店・大信洋行・関東州水産振興・日本洋紙・原田商事・大矢組・東裕公司・森永製品満洲販売
繊維工業	紡織工業	11	満蒙毛織・管口紡織・奉天紡紗廠・満洲紡績・恭泰莫大小紡績・満洲製糸・康徳毛織・満洲福紡・日滿紡麻・満洲製麻・奉天製麻
	染色工業	1	康徳染色
化学工業		20	満洲石油・満洲化学工業・満洲曹達・満洲大豆化学工業・三泰油房・康徳葦バルブ・鴨緑江製紙・満洲油脂・大和染料・関東州加里工業・関東州興業・大同生薬工業・六合成造紙廠・満洲ペイント・満洲皮革・安東造紙・満蒙殖産・松浦製紙・満蒙興業・撫順製紙
金属・機械器具工業	金属工業	14	昭和製鋼所・本溪湖煤鉄・満洲軽金属工業・満洲住友金属工業・満洲電線・満洲鑄鋼所・満洲久保田鑄鉄管・満洲鑄物・鞍山鋼材・日滿鋼管・日滿鋼材工業・満洲進和商会・大連鑄造所・満洲亜鉛鋳
	機械器具工業	9	大連機械製作所・満洲工作機械・満洲工廠・満洲三菱機器・満洲車両・満洲計器・大連船渠鉄工・富士電気工廠・稲葉製作所
食料品工業		17	満洲製糖・裕昌源・満洲明治製菓・北満製糖・益発号・哈爾濱麦酒・満洲麦酒・満洲特産工業・満洲日東製粉・大連製氷・興亜食料工業・奉天製氷・満洲野田醤油・奉天醬園・八王寺醸造工業・大連精糧・大連醬油
雑工業	製材・木製品工業	9	満炭坑木・満洲親和木材・牡丹江木材工業・大二商会・満鮮坑木・鴨緑江製材合同・東洋木材・無限製材・大連工業
	印刷・製本工業	3	東亜印刷・興亜印刷・満洲図書
	その他工業	5	満洲東亜煙草・満洲煙草・満洲産業・大連燐寸・日清燐寸
窯業		14	大同洋灰・本溪湖洋灰・満洲セメント・哈爾濱セメント・関東州小野田セメント製造・満洲小野田セメント製造・撫順窯業・大連窯業・大華窯業・奉天窯業・安東窯業・南満州硝子・管口興業・満洲窯業
鋳業	鋳業	10	満洲炭砒・満洲鋁山・満洲鉛鋳・南満鋳業・大華鋳業・協和鋁山・管城子炭砒・満洲銅鉛鋳業・復州鋳業・満洲滑石
	投資会社	1	満洲重工業開発
電気・瓦斯		3	満洲電業・南満州瓦斯・満州瓦斯
交通・運輸・通信	交通	7	南満洲鉄道・大連汽船・東満洲鉄道・大連都市交通・奉天交通・哈爾濱交通・松浦汽船
	運輸	2	国際運輸(大連)・国際運輸(奉天)
	通信	1	満洲電信電話
倉庫業		3	南満洲倉庫建物・南満倉庫・新京倉庫運輸
土地建物・拓殖興業	土地建物業	13	満洲房産・満洲不動産・関東州工業土地・満洲土地建物・康徳吉租・東拓土地建物・大連郊外土地・康徳不動産・協和建物・鞍山不動産信託・星ヶ浦土地建物・昭徳建物・奉天土地建物
	拓殖興業	7	満洲拓殖公社・満洲塩業・大連農事・関東州水産・日滿漁業・同和塩業・満洲棉花(大連)
労力供給・請負業		2	東亜土木企業・高岡組
雑業	娯楽・旅館業	2	遼東ホテル・湯崗子温泉
	雑業	4	満洲映画協会・管口水道・大連連鎖街・大連車夫合宿所
総計		197	

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析(第5回)』大連商工会議所, 1943年8月より作成。

(注1) 出典資料で分析対象会社に含まれる日清製油株式会社および昌光硝子株式会社は日本法人のため除外した。

表4 業種別分析対象日本企業一覧

業種	業類	社数	会社名
金融業	普通銀行	28	安田銀行・三和銀行・三菱銀行・三井銀行・第一銀行・住友銀行・第百銀行・十五銀行・日本信託銀行・野村銀行・第四銀行・神戸銀行・十二銀行・静岡三五銀行・南都銀行・高岡銀行・六十九銀行・百五銀行・十八銀行・武州銀行・八十二銀行・四国銀行・中国銀行・常陽銀行・遠州銀行・日本昼夜銀行・芸備銀行・昭和銀行
	貯蓄銀行	6	不動貯蓄銀行・大阪貯蓄銀行・安田貯蓄銀行・日本貯蓄銀行・新潟貯蓄銀行・日本相互貯蓄銀行
	信託	7	三井信託・三菱信託・安田信託・住友信託・野村信託・大同信託・川崎信託
証券・保険業	取引所・清算会社	7	東京株式取引所・大阪株式取引所・横浜取引所・名古屋株式取引所・京都取引所・神戸取引所・大阪三品取引所
商業	証券	6	山一証券・野村証券・藤本ビルブローカー証券・小池証券・川島屋商店・大阪商事
	貿易	6	三井物産・三菱商事・三興・岩井商店・大倉商事・神栄生系
	百貨店	5	三越・高島屋・大丸・白木屋・松屋呉服店
繊維工業	製糸・絹織物	2	片倉製糸紡績・京都織物
	綿糸紡績	11	大日本紡績・鐘淵紡績・東洋紡績・呉羽紡績・富士瓦斯紡績・倉敷紡績・日清紡績・内外綿・朝日紡績・福島紡績・豊田紡績
	製麻	4	帝国繊維・東京麻糸紡績・第一ラミー紡績・大正製麻
化学工業	羊毛工	6	日本毛織・大東紡績・昭和毛糸紡績・東洋毛糸紡績・東洋毛織工業・日本毛糸紡績
	石油	4	日本石油・早山石油・旭石油・大日本石油鉱業
	医療薬品	3	三共・第一製薬・大日本製薬
	工業薬品	13	日本曹達・徳山曹達・東洋曹達工業・九州曹達・保土谷化学工業・旭電化工業・宇部曹達工業・日本製錬・日本理化学工業・新潟硫酸・北海曹達・大阪曹達・大阪酸水素
	染料	2	日本染料製造・帝国染料製造
	塗料	3	関西ペイント・大日本塗料・日本ペイント
	油脂	4	日本油脂・日本精蠟・東洋リノリウム・摂津製油
	ゴム工業	2	理研護謨工業・三田ゴム製造
	人造絹糸	7	旭ペンベルグ絹糸・帝国人造絹糸・倉敷絹織・日本レイヨン・東洋レーヨン・東京人造絹糸・新日本レイヨン
	皮革	4	日本皮革・山陽皮革・共和レザー・明治製革
	製紙	6	王子製紙・北越製紙・三菱製紙・日本紙業・高崎板紙・日本製紙
金属・機械器具工業	人造肥料	10	日本窒素肥料・日産化学工業・東洋高压工業・電気化学工業・住友化学工業・宇部窒素工業・帝国人造肥料・日東硫酸・大同化学工業・大阪アルカリ肥料
	その他	7	大日本セルロイド・大日本塩業・日本火薬製造・日本樟腦・オリエンタル写真工業・再製樟腦・朝日燐寸
	鉄鋼	9	日本製鉄・日本鋼管・神戸製鋼所・日本製鋼所・日本高周波重工業・大同製鋼・小倉製鋼・徳山鉄板・東海鋼業
	その他金属	10	住友金属工業・昭和電工・不二越鋼材工業・古河電気工業・日本アルミニウム・住友電気工業・東洋製缶・日本精工・日満アルミニウム・藤倉電線
	電気機械	9	日立製作所・東京芝浦電気・三菱電機・日本電気・富士電機製造・沖電気・明電舎・日本電池・東洋電機製造
	造船	9	三菱重工業・川崎重工業・大阪鉄工所・東京石川島造船所・川南工業・浦賀船渠・藤永田造船所・播磨造船所・函館船渠
	自動車	4	デーゼル自動車工業・日産自動車・トヨタ自動車工業・池貝自動車製造
食品工業	車両	6	汽車製造・日本車両製造・東洋工業・岡本工業・大日本機械工業・帝国車両工業
	その他機械器具	17	理研工業・久保田鉄工所・新潟鉄工所・島津製作所・寿重工業・日本光学工業・豊和重工業・大阪機工・池貝鉄工所・大阪製鎖造機・大阪機械製作所・荏原製作所・大隈鉄工所・東洋機械・日本楽器製造・発動機製造・東京計器製作所
	麦酒	3	大日本麦酒・麒麟麦酒・桜麦酒
	製粉	5	日清製粉・日本製粉・日東製粉・増田製粉所・大阪製粉
	菓子	3	明治製菓・森永製菓・東洋製菓
雑工業	水産	2	日本水産・日魯漁業
	製材・木製品	3	天龍木材・旭木材・清住製材所
	印刷・製本業	6	凸版印刷・大日本印刷・共同印刷・精版印刷・小島印刷・東京印刷
窯業		19	浅野セメント・小野田セメント製造・磐城セメント・宇部セメント製造・東洋産業・大阪窯業セメント・秩父セメント・東洋セメント工業・東亜セメント・品川白煉瓦・川崎窯業・大阪窯業・日本硝子・日本陶器・大阪陶業・名古屋製陶・旭硝子・日本板硝子・昌光硝子
鉱業		14	日本鉱業・三菱鉱業・三井鉱山・北海道炭鉱汽船・住友鉱業・昭和鉱業・日曹鉱業・古河鉱業・磐城炭鉱・太平洋炭鉱・雄別炭鉱鉄道・入山探炭・大日本炭鉱・土肥金山
電気・瓦斯	電気	12	東京電灯・東邦電力・日本電力・宇治川電気・九州水力電気・大日本電力・東信電気・広島電気・京都電灯・矢作水力・九州電気・新潟電力
	瓦斯	5	東京瓦斯・大阪瓦斯・神戸瓦斯・東邦瓦斯・京都瓦斯
交通・運輸・通信	交通	25	関西急行鉄道・京阪電気鉄道・南海鉄道・阪神急行電鉄・阪神電気鉄道・名古屋鉄道・小田急電鉄・東京横浜電鉄・東武鉄道・東京地下鉄道・京浜電気鉄道・京成電気鉄道・九州電気軌道・大阪鉄道・王子電気軌道・山陽電気鉄道・京王電気軌道・伊那電気鉄道・日本郵船・山下汽船・日産汽船・川崎汽船・東洋汽船・明治海運・東京湾汽船
	運輸	4	日本通運・東京合同運送・大阪合同運送・共同運輸
土地建物・殖産業	倉庫業	7	三菱倉庫・住友倉庫・東神倉庫・杉村倉庫・沢尻倉庫・東陽倉庫・横浜倉庫
	土地建物業	7	大阪北港・安治川土地・三菱地所・東京建物・不動建築・大阪土地建物・今里土地
	農林殖産業	6	昭和護謨・スマトラ拓殖・熱帯産産業・馬來護謨公司・南洋護謨・ぼるねお護謨
総計		338	

(出典) 三菱経済研究所編「本邦事業成績分析 昭和十六年下期」, 1942年7月より作成。

分析は業種単位で行うこととする。

#### 4. 満洲企業の収益性

表3に示した満洲企業の主要財務データを業種平均で示したものが表5である。2.において提示したデータ分析の4指標を算出するのに必要なデータに限定して一覧表示してある。『満洲事業成績分析』に準じて業種単位の単純平均値を示した項目は、払込資本金・株主資本・総資産額・当期純利益・配当率・期中平均株価である。なお、同書に記載されない株価関連データについては、『東京株式取引所統計年報』および『東洋経済株式相場総覧』を用いて補完した<sup>22)</sup>。これらの基礎データに基づき、ROA(総資本利益率)、ROE(自己資本利益率)、1株当たり利益(EPS)、株価収益率(PER)を算出した。

満洲企業全体のROA平均は2.4%で、倉庫業(7.6%)、雑工業(5.5%)、食料品工業(4.2%)などの業種で高収益性が示されたのに対し、土地建物・拓殖興業(0.1%)、金融(0.5%)の収益性は低い。これをROEで見ると、満洲企業平均は3.2%であるが、雑工業(9.2%)、金融(9.0%)、倉庫業(7.8%)、繊維工業(7.2%)をはじめ、半分の業種で5.0%を超える。この両指標を比較すると、ROAに対してROEが大きく跳ね上がっている業種が少なくないことが分かる。こうした結果は、一般的に負債による財務レバレッジを効かせた効果と見ることもできるが、満洲企業の場合、そうした資本の効率性よりも財務の健全性が担保されているか、この点がより重要な観点となろう。次に1株当たり利益で見ると、平均は3.8円であるが、金融(7.3円)、雑工業(7.2円)、労力供給・請負業(7.0円)、繊維工業(5.9円)、倉庫業(5.7円)が5.0円を超え、これらの業種で高い収益性を確認できる。この1株当たり利益と株価の関係を示すのが株価収益率である。一般に株価収益率が高い企業は、株式投資に際して割高とされるが、満洲産業開発に向けたインフラ部門である交通・運輸・通信(27.29)、電気・ガス(22.34)の両業種で株価収益率が高い。この両業種には満鉄、満洲電信電話、満洲電業、南満洲瓦斯など国策的な大企業が多く、株式市場において収益実績以上の銘柄選好を得ていた結果と考えられる。

表5の満洲企業と全く同様の方法で日本企業の財務データを示したものが表6である。日本企業のROA平均は2.3%で満洲企業とほぼ同水準である。業種で見ると、雑工業(4.0%)と倉庫業(4.0%)が高く、金融(0.2%)、証券・保険(0.3%)と低いが、満洲企業に比較して業種間の差異は相対的に小さい。日本企業の場合、利潤率の部門間不均等性は比較的低かったと思われる。この特質はROEでも同様で、最も高い雑工業(6.3%)と最も低い証券・保険(2.2%)の間の差異は4.1%に過ぎず、多くの業種がROE平均の4.6%に近似した収益性を示

22) 東京株式取引所調査課編『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』1942年5月、東洋経済新報社編『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』、1943年3月。

表 5 満洲企業の業種別収益性 (1941年下期)

(単位：千円)

業種	払込資本金	株主資本	総資産額	自己資本比率	当期純利益	ROA	ROE	配当率	1株当たり利益	期中平均株価	株価収益率
金融	3,028	4,890	91,555	5.3%	440	0.5%	9.0%	7.1%	7.3円	70.83円	9.01
取引所・清算会社	856	1,000	3,179	31.5%	63	2.0%	6.3%	8.3%	3.7円	78.19円	14.48
商業	3,465	4,911	32,699	15.0%	314	1.0%	6.4%	8.3%	4.5円	52.90円	7.28
繊維工業	4,625	7,548	15,499	48.7%	545	3.5%	7.2%	9.8%	5.9円	66.27円	11.31
化学工業	5,205	6,659	10,689	62.3%	282	2.6%	4.2%	8.0%	2.7円	66.53円	8.33
金属・機械器具工業	28,237	32,479	58,488	55.5%	890	1.5%	2.7%	7.9%	1.6円	50.25円	15.52
食料品工業	2,794	3,752	5,900	63.6%	250	4.2%	6.7%	8.4%	4.5円	67.35円	14.48
雑工業	3,570	5,567	9,247	60.2%	513	5.5%	9.2%	8.9%	7.2円	75.63円	14.06
窯業	3,609	4,175	7,790	53.6%	147	1.9%	3.5%	8.1%	2.0円	52.35円	15.02
鉱業	88,948	99,659	243,893	40.9%	2,829	1.2%	2.8%	4.4%	1.6円	52.90円	18.7
電気・ガス	32,042	36,467	86,977	41.9%	1,163	1.3%	3.2%	7.1%	2.2円	56.98円	22.34
交通・運輸・通信	111,713	164,959	398,376	41.4%	4,665	1.2%	2.8%	7.0%	2.1円	60.04円	27.29
倉庫業	625	912	937	97.3%	71	7.6%	7.8%	7.0%	5.7円	53.00円	9.30
土地建物・拓殖興業	7,314	8,017	41,682	19.2%	62	0.1%	0.8%	6.3%	0.4円	61.80円	16.48
労力供給・請負業	1,125	2,321	8,324	27.9%	157	1.9%	6.8%	10.0%	7.0円	67.00円	8.17
雑業	1,733	2,460	3,415	72.0%	106	3.1%	4.3%	7.2%	3.1円	77.47円	15.19
平均	18,681	24,111	63,666	46.0%	781	1.2%	3.2%	7.7%	3.8円	63.09円	14.19

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』：大連商工会議所，1943年8月，『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』：1942年5月，東洋経済新報社編 『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』，1943年3月より作成。

表 6 日本企業の業種別収益性 (1941年下期)

(単位：千円)

業種	払込資本金	株主資本	総資産額	自己資本比率	当期純利益	ROA	ROE	配当率	1株当たり利益	期中平均株価	株価収益率
金融	16,955	37,536	705,030	5.3%	1,571	0.2%	4.2%	6.6%	4.6円	84.81円	15.07
取引所・清算会社	13,286	16,600	35,098	47.3%	418	1.2%	2.5%	6.1%	1.6円	75.60円	47.25
証券・保険	6,292	10,260	79,665	12.9%	224	0.3%	2.2%	7.0%	1.8円	47.10円	12.41
商業	43,472	72,718	255,216	28.5%	4,380	1.7%	6.0%	9.8%	5.0円	66.32円	12.70
繊維工業	29,302	58,924	100,610	58.6%	3,264	3.2%	5.5%	10.8%	5.25円	90.06円	16.68
化学工業	25,009	32,968	59,269	55.6%	1,571	2.7%	4.8%	8.3%	3.1円	64.51円	16.62
金属・機械器具工業	49,155	71,446	150,485	47.5%	3,425	2.3%	4.8%	8.6%	3.5円	71.70円	16.00
食料品工業	19,312	31,343	54,208	57.8%	1,776	3.3%	5.7%	9.3%	4.6円	75.56円	16.04
雑工業	2,651	4,025	6,080	62.5%	254	4.0%	6.3%	9.8%	5.0円	59.35円	10.6
窯業	14,359	19,486	30,921	63.0%	822	2.7%	4.2%	9.1%	2.9円	65.87円	19.66
鉱業	62,529	86,290	165,572	52.1%	4,031	2.4%	4.7%	8.1%	3.2円	54.63円	23.18
電気・ガス	106,992	126,137	211,235	59.7%	4,842	2.3%	3.8%	8.0%	2.3円	61.06円	24.42
交通・運輸	34,968	45,735	80,105	57.1%	2,184	2.7%	4.8%	8.0%	3.1円	66.34円	23.28
倉庫業	13,580	12,267	15,431	79.5%	610	4.0%	5.0%	7.4%	2.2円	65.77円	12.9
土地建物	12,432	14,977	20,362	73.6%	354	1.7%	2.4%	5.3%	1.4円	35.17円	20.09
平均	30,020	42,714	131,286	50.7%	1,982	1.5%	4.6%	8.1%	3.3円	65.59円	19.13

(出典) 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』，1942年7月，『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』：1942年5月，東洋経済新報社編 『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』，1943年3月より作成。

している。また、ROAとROEの差も満洲企業に比較すると小さい。この点は自己資本比率に相関するが、満洲産業開発5カ年計画の目標値達成に向けて、借入金に依存して増産を図った満洲企業の実態と整合的である。1株当たり利益の平均額は3.3円で満洲企業より低い。繊維工業(5.25円)、商業(5.0円)、雑工業(5.0円)の3業種が5円を超えるが、ここでも多くの業種が平均利益額に近似して分布する。他方、株価収益率はやや様相を異にする。満洲企業では20.00を超えた業種が2業種であったのに対して、日本企業では5業種となる。取引所・清算会社(47.25)は例外としても、電気・ガス(24.42)、交通・運輸(23.28)、鉱業(23.18)、土地建物(20.09)とインフラ系企業を中心に株価が割高となっている。これらの業種を含め日本企業は満洲企業に比較すると、収益実績に対して全体的に株価が高水準にあったことが確認できる。日本の株価は昭和恐慌時にボトムを形成し、その後、高橋財政の下で時局匡救事業としての大規模公共投資や金融緩和政策によって回復基調に向かっていく。さらに日中戦争勃発後の国家総動員体制の下で、株価維持を目的とする政府の株式市場介入もあり、名目的な株価水準は比較的堅調に推移した。こうした株式市場の動向が高水準な株価の背景にあったと推測される。しかし、これら日本企業に関する収益性指標は、1941年単年度のデータに過ぎず、この指標が収益性変動のなかでどこに位置付けられる水準であるか、これを確認する必要がある。そのため『本邦事業成績分析』を用いて1928年～1943年上期までの日本企業平均の財務状況を表7に示した。ただし、表7のROAおよびROEは半期データに基づくため、指標それぞれは年換算値のほぼ半数として表示される。ここに提示したROAおよびROEの変動状況をグラフ化したものが図1である。これを見ると、世界恐慌の影響から1929年上期をピークにROAおよびROEが急落したことが分かる。しかし、1932年上期には積極的な高橋財政の発動により好転し、1940年上期までほぼ順調に上昇する。1940年下期から1941年上期にはROAおよびROEは共に低下するが、その後にROEが4.6%の水準を維持した一方でROAは漸減傾向を示している。こうした趨勢にあった31半期のROA平均は1.3%、ROE平均は4.1%であった。1941年の収益性は、この期間の平均値にほぼ近似した水準にあり、1941年データは本稿の分析に大きな偏差をもたらす特異な数値ではない点を確認しておきたい。

他方、満洲企業については、『満洲事業成績分析』の第1回～第5回調査、すなわち1938年度～1941年度まで5年間のデータの利用が可能である。各半期の考課状データを通年に換算するため、数値に若干の齟齬が生じるが、それらと日本企業を比較・作表したものが表8である。1941年については『関東州事業成績分析』第1回(昭和16年度)が利用可能なので、そのデータも併記した<sup>23)</sup>。このうちROAを比較したグラフが図2である。これによれば1937年度から1939年度の3年間は満洲企業のROAが日本企業を上回り、その差は1937年が0.2%、38年が0.5%、39年が0.4%となっている。しかし、この関係は1940年に逆転する。日本企業がROA水

23) 『関東州事業成績分析』大連商工会議所、1942年。

表7 日本企業の収益性変動

(単位：千円)

年次	企業数	払込資本金	株主資本	総資産額	自己資本比率	当期純利益	ROA	ROE	配当率	1株当たり利益
1928年上期	386	4,971,829	6,606,236	21,460,554	30.8%	255,570	1.2%	3.9%	8.3%	2.6円
1928年下期	388	5,051,474	6,683,620	21,845,464	30.6%	248,076	1.1%	3.7%	8.6%	2.5円
1929年上期	392	5,125,458	6,822,437	22,410,487	30.4%	298,698	1.3%	4.4%	8.5%	2.9円
1929年下期	392	5,233,318	6,940,528	22,594,976	30.7%	246,760	1.1%	3.6%	8.3%	2.4円
1930年上期	386	5,242,551	6,885,667	22,374,067	30.8%	155,656	0.7%	2.3%	6.8%	1.5円
1930年下期	379	5,174,921	6,784,478	21,639,452	31.4%	118,737	0.5%	1.8%	5.9%	1.1円
1931年上期	359	5,041,682	6,639,377	18,622,579	35.7%	161,067	0.9%	2.4%	5.7%	1.6円
1931年下期	354	5,040,354	6,578,976	18,287,867	36.0%	107,067	0.6%	1.6%	5.4%	1.1円
1932年上期	355	5,068,599	6,632,639	18,177,410	36.5%	180,158	1.0%	2.7%	5.4%	1.8円
1932年下期	355	5,094,800	6,706,001	18,893,362	35.5%	201,249	1.1%	3.0%	5.5%	2.0円
1933年上期	350	5,064,562	6,739,113	19,402,559	34.7%	235,607	1.2%	3.5%	6.0%	2.3円
1933年下期	354	5,423,814	7,183,063	20,181,813	35.6%	264,116	1.3%	3.7%	6.2%	2.4円
1934年上期	351	5,483,773	7,345,440	20,553,683	35.7%	281,417	1.4%	3.8%	6.6%	2.6円
1934年下期	349	5,940,020	7,945,398	21,438,552	37.1%	340,124	1.6%	4.3%	7.1%	2.9円
1935年上期	352	6,214,111	8,448,524	21,977,095	38.4%	383,164	1.7%	4.5%	7.7%	3.1円
1935年下期	351	6,314,493	8,680,210	23,177,967	37.5%	393,580	1.7%	4.5%	8.1%	3.1円
1936年上期	350	6,465,021	8,959,641	23,995,006	37.3%	406,029	1.7%	4.5%	8.3%	3.1円
1936年下期	350	6,674,015	9,325,511	25,039,256	37.2%	434,349	1.7%	4.7%	8.2%	3.3円
1937年上期	350	7,103,503	9,962,754	27,435,798	36.3%	512,029	1.9%	5.1%	8.5%	3.5円
1937年下期	350	7,614,771	10,679,789	29,167,694	36.6%	525,944	1.8%	4.9%	8.6%	3.5円
1938年上期	350	7,974,026	11,257,229	31,655,543	35.6%	557,731	1.8%	5.0%	8.7%	3.5円
1938年下期	350	8,418,170	11,935,516	34,343,328	34.8%	597,612	1.7%	5.0%	8.8%	3.5円
1939年上期	350	8,502,977	12,334,842	37,214,125	33.1%	622,885	1.7%	5.0%	9.0%	3.7円
1939年下期	350	9,030,186	13,064,028	42,169,793	31.0%	685,750	1.6%	5.2%	9.1%	3.8円
1940年上期	350	9,574,793	13,949,777	45,155,577	30.9%	760,671	1.7%	5.5%	8.9%	4.0円
1940年下期	350	10,286,370	15,152,708	50,496,962	30.0%	805,519	1.6%	5.3%	8.3%	3.9円
1941年上期	350	10,974,160	16,163,592	54,980,336	29.4%	751,501	1.4%	4.6%	8.4%	3.4円
1941年下期	344	11,384,985	16,818,125	56,880,280	29.6%	767,516	1.3%	4.6%	8.3%	3.4円
1942年上期	347	10,348,023	15,807,990	62,877,226	25.1%	730,509	1.2%	4.6%	8.5%	3.5円
1942年下期	345	10,889,896	16,683,646	68,963,415	24.2%	772,361	1.1%	4.6%	8.3%	3.5円
1943年上期	340	11,540,941	17,569,784	77,451,628	22.7%	762,592	1.0%	4.3%	8.1%	3.3円

(出典) 三菱経済研究所編『本邦事業成績分析』各期版より作成。

準を維持したのに対して満洲企業は0.9%下落させ、日本企業のROAが0.5%上回ることとなる。1941年には日本企業も0.6%の下落を示すが、満洲企業も更に0.5%低下させたため、日本企業のROAが引き続き0.4%上回る結果となった。1930年代末から顕在化する資材・労働力の不足が満洲企業の収益性を圧縮させたと思われる<sup>24)</sup>。図3は同様にROEを比較したものである。ROEは1937年～41年まで一貫して満洲企業は日本企業を下回る。その差は1937年～39年まで1%台であったが、1940年(3.1%)、41年(2.9%)と拡大する。こうしたROAとROE

24) 須永徳武「1940年代の満洲工業」『立教経済学研究』第65巻第1号、2011年。

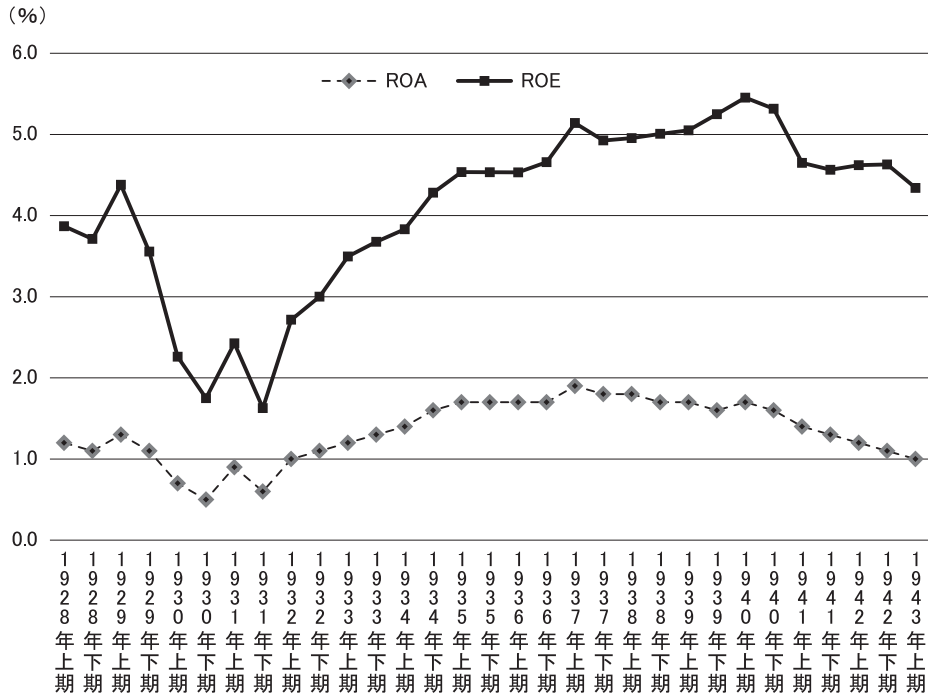


図1 日本企業の収益性変動

表8 満洲企業と日本企業の収益性比較 (1937年度～1941年度)

(単位：千円)

年次	地域	企業数	払込資本金	株主資本	総資産額	自己資本比率	当期純利益	ROA	ROE	配当率	1株当たり利益
1937年度	満洲	160	1,282,492	1,759,160	3,684,294	47.7%	143,671	3.9%	8.2%	5.7%	5.6円
	日本	350	7,359,137	10,321,272	28,301,746	36.5%	1,037,973	3.7%	10.1%	8.6%	7.1円
1938年度	満洲	169	1,856,663	2,459,061	5,234,856	47.0%	210,469	4.0%	8.6%	6.3%	5.7円
	日本	350	8,196,098	11,596,373	32,999,436	35.2%	1,155,343	3.5%	10.0%	8.8%	7.0円
1939年度	満洲	151	2,230,913	2,963,672	7,288,363	40.7%	266,180	3.7%	9.0%	6.2%	6.0円
	日本	350	8,766,582	12,699,435	39,691,959	32.1%	1,308,635	3.3%	10.3%	9.1%	7.5円
1940年度	満洲	202	2,938,621	3,833,884	10,646,407	36.0%	296,363	2.8%	7.7%	5.5%	5.0円
	日本	350	9,930,582	14,551,243	47,826,270	30.4%	1,566,190	3.3%	10.8%	8.6%	7.9円
1941年度	満洲	199	3,563,950	4,562,776	12,695,888	35.9%	285,837	2.3%	6.3%	4.7%	4.0円
	日本	347	11,179,573	16,490,859	55,930,308	29.5%	1,519,017	2.7%	9.2%	8.4%	6.8円

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月, 『関東州事業成績分析』第1回昭和十六年版, 大連商工会議所, 1942年12月より作成。



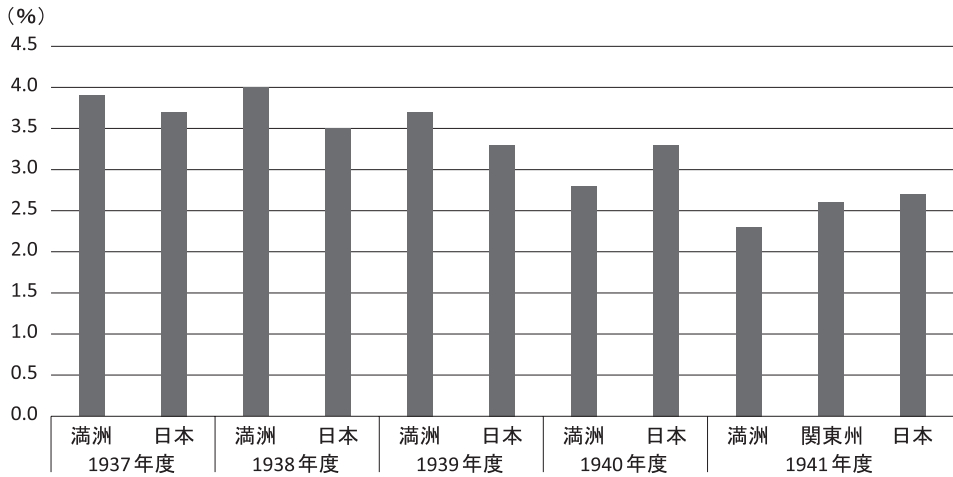


図2 ROA 比較

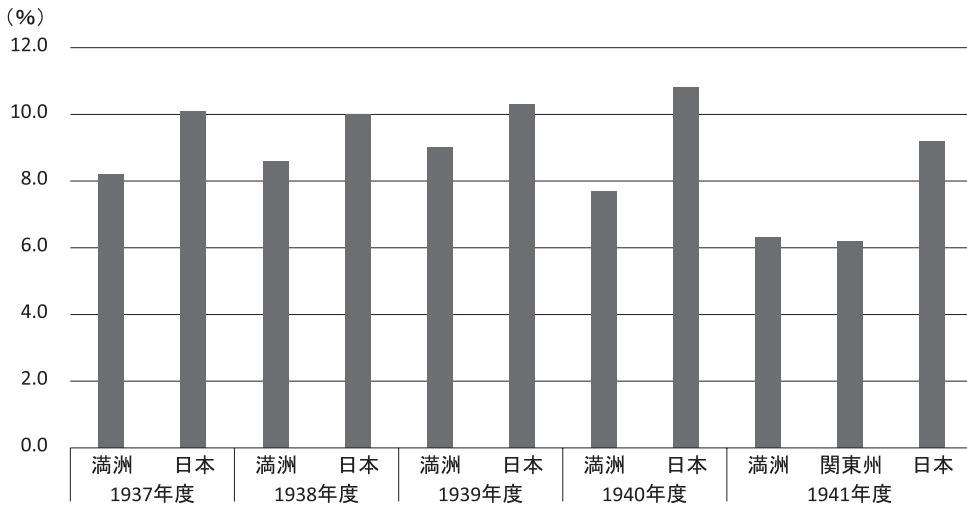


図3 ROE 比較

の比較から、満洲企業はデットファイナンスによるレバレッジ効果が限定的であり、それが収益性格差を生じさせたと推測できる。図4は1株当たり利益を対比したグラフである。これも1937年～41年まで一貫して満洲企業は日本企業を下回り、1937年～39年まで1円台であった差額が、40年に3.1円、41年に2.9円と拡大している。これら満洲企業と日本企業のROA、ROE、1株当たり利益の対比から得られた結果は、植民地直接投資である満洲企業の収益性は、投資国である日本本国企業の収益性と比較して、むしろ低位であったという事実である。この分析結果に即して推論すれば、満洲への企業進出はヒルファーディングやレーニンが想定した利潤率格差がその誘因ではないと結論することができる。これまで資本輸出論が自明の前提として

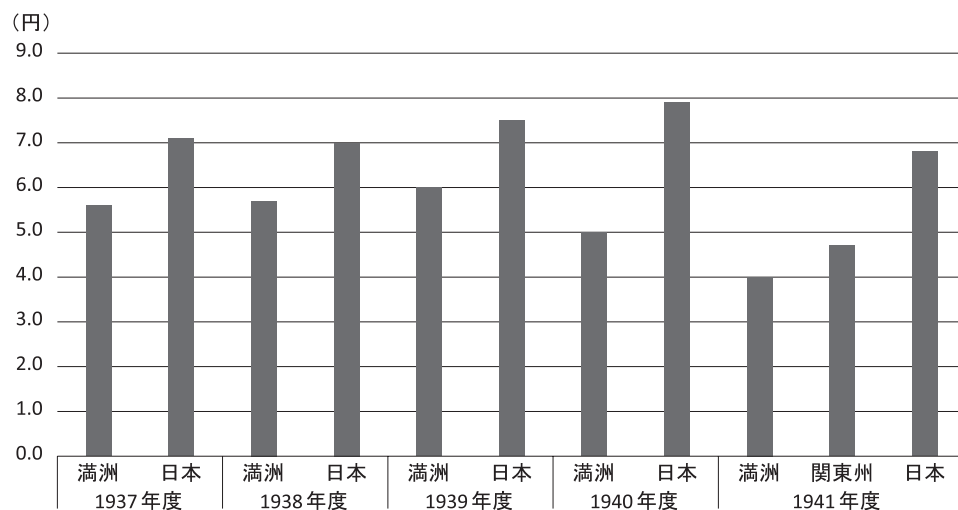


図4 1株当たり利益比較(円)

きた利潤率格差に起因する植民地直接投資の論理は、少なくとも本稿が検討対象とした時期の満洲企業については、全く妥当性を有していないと言える。

## 5. 満洲の非製造企業の収益性

資本輸出論が一般的に想定してきた利潤率格差、言い換えれば本国企業と植民地企業との収益性格差が、日本企業と満洲企業の間で見出せない要因について、ここでは分析水準を産業単位に引き下げて検討する。表9は非製造業の業種別収益を比較したものである。非製造業全体で見ると、ROAは満洲企業(2.1%)、日本企業(1.8%)、ROEは満洲企業(5.3%)、日本企業(3.9%)、1株当たり利益は満洲企業(4.00円)、日本企業(2.75円)となる。非製造業ではいずれの収益性指標も満洲企業が日本企業に対し優越性を示す。さらに業種単位でROAとROEを確認すると、比較不能な3業種を除いた7業種のうち、金融、取引所・清算会社、倉庫業の3業種で満洲企業がROA、ROEともに日本企業を上回る。しかし、電気・ガス、交通・運輸・通信、土地建物・拓殖興業の3業種では、逆に日本企業が満洲企業をROA、ROEの両面で上回っている。また、商業では、ROAは日本企業が高く、ROEは満洲企業が高かったことが確認できる。満洲企業と日本企業の収益性格差には、平均値の比較では埋没する相違点が存在した。

次に比較可能な業種を構成する個別企業に着目して検討を加える。表10は金融構成企業64社(満洲23社、日本41社)をROAに準じて配列したものである。ROAが最も高かったのは日本の川崎信託(4.9%)であり、満洲企業では全体の第4位に當舖と呼ばれた庶民金融会社の大

表9 非製造業の産業別収益性比較 (1941年下期)

(単位：千円)

業種	地域	払込資本金	株主資本	総資産額	自己資本比率	当期純利益	ROA	ROE	配当率	1株当たり利益	期中平均株価	株価収益率
金融	満洲	3,028	4,890	91,555	5.3%	440	0.5%	9.0%	7.1%	7.3円	70.83円	9.01
	日本	16,955	37,536	705,030	5.3%	1,571	0.2%	4.2%	6.6%	4.6円	84.81円	15.07
取引所・清算会社	満洲	856	1,000	3,179	31.5%	63	2.0%	6.3%	8.3%	3.7円	78.19円	14.48
	日本	13,286	16,600	35,098	47.3%	418	1.2%	2.5%	6.1%	1.6円	75.60円	47.25
証券・保険業	日本	6,292	10,260	79,665	12.9%	224	0.3%	2.2%	7.0%	1.8円	47.10円	12.41
商業	満洲	3,465	4,911	32,699	15.0%	314	1.0%	6.4%	8.3%	4.5円	52.90円	7.28
	日本	43,472	72,718	255,216	28.5%	4,380	1.7%	6.0%	9.8%	5.0円	66.32円	12.70
電気・ガス	満洲	72,333	84,945	169,276	50.2%	3,116	1.8%	3.7%	7.7%	2.2円	56.98円	22.34
	日本	106,992	126,137	211,235	59.7%	4,842	2.3%	3.8%	8.0%	2.3円	61.06円	24.42
交通・運輸・通信	満洲	111,713	164,959	398,376	41.4%	4,665	1.2%	2.8%	7.0%	2.1円	60.04円	27.29
	日本	34,968	45,735	80,105	57.1%	2,184	2.7%	4.8%	8.0%	3.1円	66.34円	23.28
倉庫業	満洲	625	912	937	97.3%	71	7.6%	7.8%	7.0%	5.7円	53.00円	9.30
	日本	13,580	12,267	15,431	79.5%	610	4.0%	5.0%	7.4%	2.2円	65.77円	12.9
土地建物・拓殖興業	満洲	7,314	8,017	41,682	19.2%	62	0.1%	0.8%	6.3%	0.4円	61.80円	16.48
	日本	12,432	14,977	20,362	73.6%	354	1.7%	2.4%	5.3%	1.4円	35.17円	20.09
労力供給・請負業	満洲	1,125	2,321	8,324	27.9%	157	1.9%	6.8%	10.0%	7.0円	67.00円	8.17
雑業	満洲	1,733	2,460	3,415	72.0%	106	3.1%	4.3%	7.2%	3.1円	77.47円	15.19

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月より作成。

興公司 (3.6%) が登場する。業類で見ると、日本、満洲を問わず、信託会社や無尽会社の収益性が高く、日本の普通銀行や貯蓄銀行のROA水準は低い。ROA平均は1.0%であるが、これを上回った22社のうち15社が満洲企業 (68.2%) であり、金融業においては満洲企業の高収益性を確認できる。この特徴はROEでより鮮明に示される。金融業のROE平均は6.0%であったが、この平均を超える24社のうち20社を満洲企業 (83.3%) が占めた。最も高かった奉天無尽と安東無尽は、平均の2倍を超える14.0%のROEであった。

表11は取引所・清算会社構成企業11社 (満洲4社、日本7社) を同様に配列したものである。満洲の満洲証券取引所 (3.1%) と大連株式商品取引所 (2.2%) が上位を占め、大連商品取引信託 (0.8%) と大連証券信託 (0.7%) が最下位に位置する。ROA平均は1.5%で、満洲2社と日本3社がこれを上回る。しかし、ROEに着目すると最上位の満洲証券取引所 (10.8%) をはじめ満洲4社全てが上位5社内に位置する。また、ROE平均は4.3%で、これを超える3社はいずれも満洲企業であり、ROA最下位の2社もここに含まれる。取引所・清算会社では満洲企業の収益性が日本企業に優越していたことが分かる。

表12は商業構成企業23社 (満洲12社、日本11社) の序列である。ROA平均の2.7%を超える企業が10社あり、そのうち満洲企業が7社 (70.0%) を占める。他方、ROE平均は7.1%で、これを超える企業は9社で、そのうち7社 (77.8%) が満洲企業であった。ROA上位には森永製品満洲販売、金属商社の大信洋行、穀物商社の大矢組などの満洲企業が並び、第5位に日

表10 金融構成企業の ROA・ROE (64社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
日本	川崎信託	4.9%	5.1%
日本	三菱信託	3.9%	5.4%
日本	三井信託	3.6%	4.4%
満洲	大興公司	3.6%	8.0%
日本	住友信託	3.4%	4.6%
日本	野村信託	3.3%	4.3%
満洲	蓬萊無尽	3.2%	9.6%
満洲	関東実業振興	2.8%	4.4%
日本	大同信託	2.7%	2.8%
満洲	第一無尽	2.5%	10.9%
日本	安田信託	2.4%	3.2%
満洲	東省実業	1.9%	5.9%
満洲	奉天商業銀行	1.9%	8.0%
満洲	吉林銀行	1.8%	13.2%
満洲	東辺実業銀行	1.6%	8.0%
満洲	新京無尽	1.5%	11.8%
満洲	吉林無尽	1.2%	7.9%
満洲	奉天商業銀行	1.1%	6.0%
満洲	益通商業銀行	1.1%	7.3%
満洲	安東実業銀行	1.1%	8.9%
満洲	撫順無尽	1.0%	7.8%
満洲	奉天無尽	1.0%	14.0%
満洲	功成銀行	0.9%	7.0%
満洲	安東無尽	0.8%	14.0%
満洲	益發銀行	0.8%	8.1%
満洲	奉天商工銀行	0.7%	9.0%
満洲	新京銀行	0.7%	8.4%
満洲	奉天銀行	0.7%	10.4%
日本	第四銀行	0.6%	3.8%
日本	六十九銀行	0.4%	2.7%
日本	南都銀行	0.4%	3.8%
満洲	營口商業銀行	0.4%	2.6%
日本	日本信託銀行	0.4%	2.6%
日本	高岡銀行	0.4%	3.3%
日本	百五銀行	0.4%	3.6%
日本	静岡三十五銀行	0.4%	5.8%
日本	武州銀行	0.4%	6.3%
日本	八十二銀行	0.3%	3.9%
日本	十五銀行	0.3%	5.5%
日本	遠州銀行	0.3%	3.8%
日本	十二銀行	0.3%	3.5%
満洲	満洲興業銀行	0.3%	10.8%
日本	新潟貯蓄銀行	0.3%	4.9%
日本	三井銀行	0.3%	3.7%
日本	三菱銀行	0.3%	3.7%
日本	安田銀行	0.2%	3.8%
日本	芸備銀行	0.2%	3.5%
日本	第一銀行	0.2%	3.5%
日本	常陽銀行	0.2%	4.8%
日本	神戸銀行	0.2%	6.0%
日本	十八銀行	0.2%	1.8%
日本	日本昼夜銀行	0.2%	7.5%
日本	住友銀行	0.2%	4.8%
日本	四国銀行	0.2%	3.4%
日本	三和銀行	0.2%	4.8%
日本	第百銀行	0.2%	5.8%
日本	中国銀行	0.2%	5.3%
日本	大阪貯蓄銀行	0.1%	4.7%
日本	野村銀行	0.1%	4.0%
日本	日本貯蓄銀行	0.1%	4.0%
日本	不動貯蓄銀行	0.1%	5.3%
日本	安田貯蓄銀行	0.1%	5.5%
日本	日本相互貯蓄銀行	0.1%	4.8%
日本	昭和銀行	0.1%	6.1%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月より作成。

表11 取引所・清算会社構成企業の ROA・ROE (11社：1941年下期)

地 域	会社名	ROA	ROE
満 洲	満洲証券取引所	3.1%	10.8%
満 洲	大連株式商品取引所	2.2%	3.5%
日 本	横浜取引所	2.1%	2.9%
日 本	京都取引所	1.7%	3.4%
日 本	神戸取引所	1.7%	1.6%
日 本	名古屋株式取引所	1.3%	2.5%
日 本	東京株式取引所	1.2%	1.9%
日 本	大阪株式取引所	0.9%	4.1%
日 本	大阪三品取引所	0.9%	2.5%
満 洲	大連商品取引信託	0.8%	8.8%
満 洲	大連証券信託	0.7%	5.4%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

表12 商業構成会社の ROA・ROE (23社：1941年下期)

地 域	会社名	ROA	ROE
満 洲	森永製品満洲販売	6.8%	9.8%
満 洲	大信洋行	5.5%	11.5%
満 洲	大矢組	4.9%	14.5%
満 洲	関東州水産振興	4.5%	5.7%
日 本	三越	4.1%	6.6%
満 洲	福昌公司	3.6%	7.6%
満 洲	日本洋紙	3.0%	8.5%
日 本	高島屋	2.9%	6.0%
日 本	松屋呉服店	2.7%	7.4%
満 洲	進和商会	2.7%	4.5%
日 本	大丸	2.5%	5.8%
満 洲	満蒙毛織百貨店	2.3%	6.1%
日 本	白木屋	2.3%	4.6%
満 洲	原田商事	2.2%	5.6%
日 本	岩井商店	2.1%	5.4%
日 本	三井物産	1.8%	5.9%
満 洲	満洲葉煙草	1.6%	7.4%
日 本	三菱商事	1.4%	7.2%
日 本	神栄生糸	1.2%	3.7%
日 本	三興	1.0%	4.6%
日 本	大倉商事	0.8%	6.4%
満 洲	東裕公司	0.7%	12.8%
満 洲	日満商事	0.3%	4.7%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

表13 電気・ガス構成企業のROA・ROE (20社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
日本	神戸瓦斯	4.6%	5.4%
日本	東邦瓦斯	4.5%	6.0%
日本	東京瓦斯	3.8%	4.1%
日本	九州電気	3.7%	4.5%
満洲	満洲瓦斯	3.6%	4.9%
日本	京都瓦斯	3.5%	3.9%
日本	新潟電力	3.5%	4.0%
日本	大阪瓦斯	3.3%	4.8%
満洲	南満洲瓦斯	2.8%	4.3%
日本	東信電気	2.8%	4.2%
日本	広島電気	2.8%	4.2%
日本	大日本電力	2.5%	3.8%
日本	九州水力電気	2.5%	3.7%
日本	京都電灯	2.3%	3.7%
日本	東邦電力	2.3%	3.9%
日本	矢作水力	2.2%	4.3%
日本	東京電灯	2.0%	3.8%
日本	日本電力	1.8%	3.8%
満洲	満洲電業	1.7%	3.5%
日本	宇治川電気	0.9%	1.7%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

本企業トップの三越が初めて登場する。ROEは大矢組が14.5%と最も高く、有価証券や不動産取引商社の東裕公司、大信洋行と続く。日本企業では7位に松屋呉服店、9位に三菱商事が登場するが、日本の有名百貨店や有力商社はROE平均に届いていない。商業においても満洲企業の収益性が日本企業に優越していたことが確認できる。

表13は電気・ガス構成企業20社(満洲3社、日本17社)の序列である。満洲企業は3社と少数であるが、ROAでは満洲瓦斯が3.6%で第5位に位置する。ROA平均は2.9%で、平均を超えた満洲企業は同社1社であった。また、ROE平均は4.1%で、満洲瓦斯に加えて南満洲瓦斯がこの水準を超える。他方で国策的な巨大企業であった満洲電業のROAとROEはともに低水準であった。満洲企業のサンプル数を勘案する必要があるが、電気・ガスといったインフラ部門では満洲企業収益の優位性は明確には確認できない。

表14は交通・運輸・通信構成企業39社(満洲10社、日本29社)の序列である。ROA平均は2.6%であるが、これを超えた17社のうち満洲企業は松浦汽船と大連汽船の海運2社のみで、満鉄をはじめとする交通業各社や満洲電信電話のROAは1.0%台と業種下位に位置する。また、ROE平均は4.6%で、20社がこれを超える。そのうち満洲企業は先の海運2社に加え、奉天に本社を置く満洲国法人の国際運輸と大連に本社を置き日本法人であった国際運輸が加わっ

表14 交通・運輸・通信構成企業の ROA・ROE (39社：1941年下期)

地 域	会社名	ROA	ROE
日 本	共同運輸	6.2%	8.2%
日 本	川崎汽船	5.3%	10.4%
満 洲	松浦汽船	5.3%	5.9%
日 本	王子電気軌道	5.1%	5.7%
日 本	明治海運	4.9%	5.9%
日 本	日本郵船	4.1%	5.8%
日 本	山下汽船	4.1%	8.7%
満 洲	大連汽船	4.0%	5.9%
日 本	東洋汽船	3.7%	4.6%
日 本	東京湾汽船	3.4%	4.4%
日 本	京浜電気鉄道	3.4%	5.7%
日 本	京王電気軌道	3.3%	5.5%
日 本	日産汽船	3.2%	5.1%
日 本	東京合同運送	3.2%	6.6%
日 本	南海鉄道	3.1%	5.4%
日 本	伊那電気鉄道	2.7%	4.7%
日 本	阪神急行電鉄	2.7%	5.0%
日 本	関西急行鉄道	2.5%	4.5%
日 本	京成電気軌道	2.3%	4.4%
日 本	東武鉄道	2.3%	4.0%
日 本	名古屋鉄道	2.2%	3.8%
満 洲	東満洲鉄道	2.2%	2.2%
日 本	大阪合同運送	2.2%	3.7%
日 本	大阪鉄道	2.2%	3.3%
日 本	東京横浜電鉄	2.2%	4.9%
日 本	京阪電気鉄道	2.0%	3.6%
日 本	山陽電気鉄道	1.8%	3.8%
満 洲	奉天交通	1.8%	2.3%
満 洲	国際運輸（奉天）	1.8%	7.4%
日 本	九州電気軌道	1.7%	2.9%
満 洲	国際運輸（大連）	1.7%	4.6%
満 洲	満洲電信電話	1.7%	3.8%
日 本	日本通運	1.7%	4.1%
満 洲	大連都市交通	1.4%	2.7%
満 洲	南満洲鉄道	1.0%	2.6%
日 本	小田急電鉄	0.6%	0.8%
満 洲	哈爾浜交通	0.1%	0.1%
日 本	阪神電気鉄道	0.0%	4.7%
日 本	東京地下鉄道	0.0%	0.0%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

た4社であった。その他の6社はROAでも下位であった。相対的に大規模企業で構成される交通・運輸・通信部門では、満洲企業の収益性は日本企業に比し劣位であった。

表15 倉庫業構成企業のROA・ROE (10社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
満洲	新京倉庫運輸	11.4%	15.4%
満洲	南満倉庫	10.8%	13.3%
満洲	南満洲倉庫建物	7.6%	7.8%
日本	東陽倉庫	5.6%	6.1%
日本	横浜倉庫	5.1%	5.4%
日本	三菱倉庫	4.6%	6.0%
日本	住友倉庫	4.4%	4.8%
日本	渋沢倉庫	4.1%	6.0%
日本	東神倉庫	2.8%	3.8%
日本	杉村倉庫	2.7%	3.6%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

表15は倉庫業構成企業10社 (満洲3社、日本7社) の序列である。ROA 平均は5.9%で、これを越えた3社は全て満洲企業であった。ROE 平均の7.2%を越えた3社も同様である。財関係の日本企業を大きく上回る収益性を計上しており、倉庫業では満洲企業の収益力の高さが際立つ。

非製造業の最後の部門となる土地建物・拓殖興業構成企業27社 (満洲20社、日本7社) をROA に準じて配列したものが表16である。植民地の産業開発政策を反映して満洲企業の構成比が高くなっているが、ROA 平均の2.6%、ROE 平均の4.2%を超える企業の大半は満洲企業であった。日満漁業や満洲棉花など拓殖興業部門は高収益であったが、不動産部門では満洲企業間でも収益性の差が大きい。業種全体で見ると、大規模ビル事業を中心とする満洲土地建物をはじめとする7社が、三菱地所や安田財関係の東京建物を越える収益性を示すなど、満洲企業の優位が看取される。ちなみにROA が1.8%の康徳吉租は、新京で満洲の丸ビルと称された康徳会館を保有した不動産企業であるが、同社は三菱地所の満洲直接投資企業であった。同社のROA は日本本国の三菱地所のROA (1.6%) を超えている。他面で、工業塩製造を目的に設立された特殊会社の満洲塩業や満鉄完全子会社の大連農事などROA・ROEの両面で低収益な企業も少なくない。特に満洲農業移民政策の推進主体であった国策的な満洲拓殖公社は192万円の当期純損失を計上している。こうした相対的に大規模な満洲企業の収益性が低位にあったため、土地建物・拓殖興業全体で見ると、満洲企業全体の収益性は日本企業を下回ることとなった。

これまでの業種単位の収益性比較によれば、非製造業については電気・ガス、交通・運輸・通信、土地建物・拓殖興業といった比較的大規模投資を必要とするインフラ部門で満洲企業の収益性は低く、逆に金融、商業などサービス部門で高い収益性を示している。



表16 土地建物・拓殖興業構成企業のROA・ROE (27社：1941年下期)

地 域	会社名	ROA	ROE
満 洲	日満漁業	8.0%	11.8%
満 洲	関東州水産	6.5%	7.9%
満 洲	満洲棉花 (大連)	5.3%	5.6%
満 洲	満洲土地建物	4.8%	7.9%
満 洲	大連郊外土地	4.3%	5.7%
満 洲	奉天土地建物	4.2%	4.3%
満 洲	昭徳建物	4.1%	7.2%
満 洲	星ヶ浦土地建物	3.9%	4.3%
日 本	大阪土地建物	3.6%	3.8%
満 洲	鞍山不動産信託	3.1%	4.8%
日 本	安治川土地	2.8%	3.0%
満 洲	同和塩業	1.9%	5.9%
満 洲	康徳吉租	1.8%	1.9%
日 本	三菱地所	1.6%	3.7%
日 本	東京建物	1.6%	3.2%
満 洲	満洲不動産	1.5%	3.4%
満 洲	康徳不動産	1.5%	5.0%
日 本	大阪北港	1.3%	1.3%
日 本	不動建築	1.2%	1.7%
満 洲	協和建物	1.2%	4.9%
満 洲	大連農事	1.2%	1.4%
満 洲	関東州工業土地	1.0%	2.3%
満 洲	満洲塩業	0.9%	1.2%
満 洲	東拓土地建物	0.7%	3.3%
満 洲	満洲房産	0.5%	2.6%
日 本	今里土地	0.2%	0.3%
満 洲	満洲拓殖公社		

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

## 6. 満洲の製造企業の収益性

次に製造業部門についても同様に業種単位で収益性を確認していく。表17は製造業の業種別収益を比較したものである。製造業全体で見ると、ROA 平均は満洲企業が1.6%であったのに対し日本企業は2.7%であった。また、ROE 平均では満洲企業の3.4%に対し日本企業は5.0%となり、ROA および ROE の両方で日本企業が満洲企業を優越している。同様に1株当たり利益平均も満洲企業の3.64円に対し日本企業は3.94円と高収益性を示す。このように製造業全体で見ると、収益性を示す3指標全てで日本企業の収益性が満洲企業に優越していた。しかし、これを業種単位で検討すると状況は一様でないことが分かる。業種単位でROA とROEを確認すると、繊維工業、食料品工業、雑工業では、その両方で満洲企業が日本企業を上回っ

表17 製造業の産業別収益性比較 (1941年下期)

(単位:千円)

業種	地域	払込資本金	株主資本	総資産額	自己資本比率	当期純利益	ROA	ROE	配当率	1株当たり利益	期中平均株価	株価収益率
繊維工業	満洲	4,625	7,548	15,499	48.7%	545	3.5%	7.2%	9.8%	5.9円	66.27円	11.31
	日本	29,302	58,924	100,610	58.6%	3,264	3.2%	5.5%	10.8%	5.3円	90.06円	16.68
化学工業	満洲	5,205	6,659	10,689	62.3%	282	2.6%	4.2%	8.0%	2.7円	66.53円	8.33
	日本	25,009	32,968	59,269	55.6%	1,571	2.7%	4.8%	8.3%	3.1円	64.51円	16.62
金属・機械器具工業	満洲	28,237	32,479	58,488	55.5%	890	1.5%	2.7%	7.9%	1.6円	50.25円	15.52
	日本	49,155	71,446	150,485	47.5%	3,425	2.3%	4.8%	8.6%	3.5円	71.70円	16.00
食料品工業	満洲	2,794	3,752	5,900	63.6%	250	4.2%	6.7%	8.4%	4.5円	67.35円	14.48
	日本	19,312	31,343	54,208	57.8%	1,776	3.3%	5.7%	9.3%	4.6円	75.56円	16.04
雑工業	満洲	3,570	5,567	9,247	60.2%	513	5.5%	9.2%	8.9%	7.2円	75.63円	14.06
	日本	2,651	4,025	6,080	62.5%	254	4.0%	6.3%	9.8%	5.0円	59.35円	10.6
窯業	満洲	3,609	4,175	7,790	53.6%	147	1.9%	3.5%	8.1%	2.0円	52.35円	15.02
	日本	14,359	19,486	30,921	63.0%	822	2.7%	4.2%	9.1%	2.9円	65.87円	19.66
鉱業	満洲	88,948	99,659	243,893	40.9%	2,829	1.2%	2.8%	4.4%	1.6円	52.90円	18.7
	日本	62,529	86,290	165,572	52.1%	4,031	2.4%	4.7%	8.1%	3.2円	54.63円	23.18

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月より作成。

ている。製造業部門においても、平均値の比較では埋没する収益性の相違が存在した。その点を各業種に着目して検討していく。

表18は繊維工業構成企業35社(満洲12社, 日本23社)をROAに準じて配列したものである。日本企業の豊田紡織(8.1%)がトップであるが、第2位と第3位には嘗口紡織(7.1%), 康徳染色(6.4%)の満洲企業が続く。繊維工業のROA平均は3.3%であるが、これを超える企業は24社で、満洲企業は12社中9社がそのROA平均を上回っている。また、ROE平均は5.7%で、これを超える企業は16社、そのうち半数を超える9社が満洲企業であった。この点から見て繊維工業部門の満洲企業は日本本国企業を超える収益性を確保していたと言って良い。

次いで表19は化学工業構成企業85社(満洲20社, 日本65社)をROAに準じて配列したものである。ROAが21.7%と突出する撫順製紙をはじめ上位3社はいずれも満洲企業である。化学工業のROA平均は2.6%で、理研護謨工業までの54社がこれを超える。この54社のうち15社が満洲企業であり、掲出20社の75%がROA平均を上回る収益性を示したことになる。また、ROE平均は4.7%であり、48社がこれを超える。このうち13社が満洲企業である。こうした収益性に基づく企業分布のみで見ると満洲企業優位の判断も可能であるが、日本企業の収益性も全般的に高い結果、全体平均ではROAおよびROEで日本企業が満洲企業をわずかに上回る結果となっている。また、満洲企業の平均指標を押し下げた要因として、満洲大豆化学工業および大同生薬工業の当期純損失(23万7,000円)を指摘できる。準特殊会社の満洲大豆化学工業は満洲大豆を原料に不燃性セルロイドや人造羊毛の製造を目的に設立された企業であり、大同生薬工業は薬用植物の栽培と薬品製造を目的とする企業であったが、当該期は赤字決算とな

表18 繊維工業構成企業の ROA・ROE (35社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
日本	豊田紡織	8.1%	11.1%
満洲	営口紡織	7.1%	8.8%
満洲	康德染色	6.4%	7.6%
日本	朝日紡績	6.0%	9.3%
満洲	満洲製麻	5.2%	6.8%
満洲	日満紡麻	5.1%	7.1%
日本	第一ラミー紡績	5.0%	8.3%
日本	日本毛織	4.9%	6.4%
日本	日清紡績	4.7%	7.2%
日本	東洋毛糸紡績	4.7%	5.0%
日本	福島紡績	4.6%	5.3%
満洲	恭泰莫大小紡績	4.3%	8.5%
日本	東洋毛織工業	4.3%	4.5%
満洲	満洲製糸	4.0%	7.8%
満洲	奉天製麻	4.0%	6.8%
日本	昭和毛糸紡績	4.0%	5.1%
満洲	満洲紡績	3.9%	5.5%
日本	内外綿	3.7%	6.3%
満洲	満洲福紡	3.6%	5.9%
日本	日本毛糸紡績	3.6%	3.8%
日本	東洋紡績	3.4%	4.7%
日本	富士瓦斯紡績	3.4%	5.1%
日本	東京麻糸紡績	3.3%	7.3%
日本	大正製麻	3.3%	6.7%
日本	鐘淵紡績	2.9%	7.5%
日本	片倉製糸紡績	2.8%	5.8%
日本	京都織物	2.7%	2.9%
日本	呉羽紡績	2.6%	5.0%
日本	帝国繊維	2.6%	5.5%
日本	倉敷紡績	2.5%	4.8%
満洲	満蒙毛織	2.5%	9.3%
日本	大日本紡績	2.5%	3.5%
満洲	奉天紡紗廠	1.7%	3.6%
日本	大東紡織	0.7%	1.6%
満洲	康德毛織	0.5%	0.7%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所，1943年8月，三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』，1942年7月より作成。

っていた。

表20は金属・機械器具工業構成企業86社（満洲23社，日本63社）のROAによる序列である。最も高いROAを示すのは日本精工（8.6%）であり，満洲企業では大連鑄造所（6.2%）がそれに次ぎ，満洲久保田鑄鉄管（5.4%）が全体の第5位に位置した。ROA平均は2.2%で，86社中の52社がこれを上回り，そのうち満洲企業は14社であった。満洲企業では6割の企業が

表19 化学工業構成企業の ROA・ROE (85社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
満洲	撫順製紙	21.7%	29.7%
満洲	満洲ペイント	8.7%	11.4%
満洲	安東造紙	7.9%	16.2%
日本	帝国染料製造	7.3%	8.7%
日本	日本精糖	5.9%	7.3%
日本	高崎板紙	5.7%	7.7%
満洲	三菱油房	5.5%	6.9%
満洲	滿蒙殖産	5.4%	12.8%
満洲	満洲皮革	5.1%	6.4%
満洲	鶴岡江製紙	4.8%	8.2%
日本	三菱製紙	4.7%	6.3%
日本	大阪曹達	4.7%	5.6%
日本	大日本塗料	4.7%	6.5%
日本	山陽皮革	4.6%	6.9%
満洲	滿蒙興業	4.6%	5.3%
日本	旭硝化工業	4.4%	6.7%
日本	旭硝子	4.4%	7.0%
日本	三井ゴム製造	4.4%	7.2%
日本	日本製糖	4.3%	5.9%
日本	帝国人造絹糸	4.2%	5.8%
日本	オリエンタル写真工業	4.2%	6.4%
満洲	関東州興業	4.2%	5.9%
日本	第一製糖	4.2%	8.5%
日本	東洋高圧工業	4.2%	5.0%
日本	北海曹達	4.1%	4.6%
満洲	大和染料	4.1%	5.7%
満洲	松浦製紙	4.1%	9.2%
日本	電気化学工業	4.1%	5.1%
日本	明治製糖	4.0%	11.2%
満洲	満洲油脂	4.0%	8.5%
日本	日本火薬製造	4.0%	6.8%
日本	九州曹達	3.9%	11.1%
日本	三井	3.9%	5.3%
日本	東洋リリウム	3.8%	5.3%
日本	大日本石油鉱業	3.7%	4.0%
日本	関西ペイント	3.7%	6.0%
日本	共和レザー	3.7%	6.6%
日本	日本理化学工業	3.6%	6.2%
日本	日本石油	3.5%	4.6%
日本	大日本セルロイド	3.3%	4.3%
日本	王子製紙	3.3%	5.0%
日本	日本ペイント	3.3%	5.5%
日本	早山石油	3.2%	4.3%
日本	旭石油	3.2%	5.5%
日本	日本染料製造	3.2%	4.3%
満洲	関東州加重工業	3.0%	4.5%
満洲	六合成造紙廠	3.0%	7.4%
日本	日東硝曹	2.9%	3.5%
日本	保土谷化学工業	2.9%	5.4%
日本	北越製紙	2.8%	5.5%
日本	大同化学工業	2.8%	3.6%
日本	日本皮革	2.8%	4.7%
満洲	満洲曹達	2.8%	3.9%
日本	理研護工工業	2.7%	3.5%
日本	倉敷絹織	2.5%	4.5%
日本	日本油脂	2.4%	5.7%
日本	日本紙業	2.4%	4.7%
日本	大日本塩業	2.4%	6.0%
日本	日産化学工業	2.3%	4.4%
日本	日本レイヨン	2.3%	4.1%
日本	日本製錬	2.3%	4.5%
日本	宇部窒素工業	2.3%	4.6%
満洲	満洲石油	2.3%	3.4%
日本	住友化学工業	2.3%	4.4%
日本	東洋レーヨン	2.2%	4.3%
日本	大坂酸水素	2.2%	6.7%
日本	帝国人造肥料	2.1%	4.4%
日本	大阪アルカリ肥料	2.1%	3.3%
日本	朝日燐寸	2.1%	2.3%
日本	日本燐肥	1.9%	2.4%
日本	日本窒素肥料	1.8%	4.9%
日本	宇部曹達工業	1.7%	3.2%
日本	再製燐肥	1.6%	2.7%
日本	旭ベンベルグ絹糸	1.6%	3.9%
日本	徳山曹達	1.5%	2.2%
日本	東洋曹達工業	1.5%	2.1%
日本	新潟硫酸	1.4%	2.2%
日本	日本曹達	1.4%	3.3%
満洲	康德華バルブ	1.2%	4.2%
満洲	満洲化学工業	1.1%	1.7%
日本	撰津製油	1.0%	2.9%
日本	東京人造絹糸	0.8%	1.8%
日本	新日本レイヨン	0.0%	0.0%
満洲	満洲大豆化学工業		
満洲	大同生薬工業		

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月より作成。

表20 金属・機械器具工業構成企業のROA・ROE (86社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
日本	日本精工	8.6%	11.8%
満洲	大連鑄造所	6.2%	6.5%
日本	徳山鉄板	5.5%	6.9%
日本	日本車両製造	5.4%	8.2%
満洲	満洲久保田鑄鉄管	5.4%	6.2%
日本	不二越鋼材工業	5.2%	8.4%
満洲	日満鋼材工業	5.0%	7.3%
日本	日本楽器製造	4.8%	7.3%
満洲	鞍山鋼材	4.7%	6.7%
日本	日本電池	4.5%	8.4%
満洲	満洲亜鉛錠	4.5%	8.9%
日本	大阪鉄工所	4.5%	7.9%
日本	東海鋼業	4.5%	6.0%
満洲	日満鋼管	4.1%	5.0%
日本	東京計器製作所	4.1%	12.8%
日本	岡本工業	3.9%	7.9%
満洲	大連機械製作所	3.9%	5.5%
日本	函館船渠	3.9%	6.7%
日本	島津製作所	3.9%	6.7%
満洲	満洲進和商会	3.8%	5.6%
満洲	大連船渠鉄工	3.8%	8.3%
日本	柴動機製造	3.8%	6.4%
日本	日本鋼管	3.7%	5.7%
日本	大隈鉄工所	3.7%	5.6%
日本	大阪機械製作所	3.6%	6.1%
満洲	満洲鑄造所	3.6%	5.5%
満洲	満洲鑄物	3.6%	8.2%
日本	沖電気	3.6%	5.8%
日本	汽車製造	3.5%	6.0%
日本	久保田鉄工所	3.4%	5.8%
日本	明電舎	3.3%	7.1%
日本	神戸製鋼所	3.2%	6.3%
日本	荏原製作所	3.2%	6.9%
日本	日立製作所	3.1%	5.8%
日本	新潟鉄工所	3.1%	6.4%
満洲	満洲工廠	3.0%	6.0%
日本	大阪機工	2.9%	6.2%
日本	大阪製鎖造機	2.9%	6.4%
日本	寿重工業	2.8%	6.3%
日本	住友金属工業	2.8%	5.4%
日本	三菱電機	2.8%	6.0%
日本	住友電気工業	2.7%	4.8%
日本	富士電機製造	2.7%	7.2%
日本	日本アルミニウム	2.6%	4.9%
日本	古河電気工業	2.6%	5.8%
満洲	満洲工作機械	2.3%	3.2%
満洲	満洲計器	2.3%	3.4%
日本	東洋電機製造	2.3%	4.3%
日本	日本電気	2.3%	5.7%
日本	大同製鋼	2.2%	5.7%
日本	東京石川島造船所	2.2%	5.9%
日本	浦賀船渠	2.2%	5.1%
日本	東京芝浦電気	2.1%	5.7%
日本	日産自動車	2.1%	4.3%
満洲	昭和製鋼所	2.1%	4.0%
日本	日本製鋼所	2.1%	5.8%
日本	昭和電工	2.1%	3.9%
日本	大日本機械工業	2.0%	3.9%
日本	池貝自動車製造	2.0%	4.3%
日本	池貝鉄工所	2.0%	6.5%
日本	東洋機械	2.0%	5.2%
日本	理研工業	2.0%	3.5%
日本	東洋工業	1.9%	5.7%
満洲	満洲住友金属工業	1.9%	3.6%
日本	豊和重工業	1.8%	3.0%
日本	東洋製缶	1.7%	3.3%
日本	デューセル自動車工業	1.7%	4.5%
満洲	富士電気工廠	1.7%	4.7%
日本	帝國車両工業	1.7%	4.5%
日本	三菱重工業	1.6%	5.5%
日本	トヨタ自動車工業	1.6%	5.0%
日本	川崎重工業	1.6%	3.4%
日本	藤永田造船所	1.5%	4.0%
満洲	稲葉製作所	1.5%	4.6%
日本	川南工業	1.5%	5.3%
日本	播磨造船所	1.5%	5.3%
満洲	満洲三菱機器	1.4%	2.4%
満洲	満洲電線	1.2%	3.9%
満洲	満洲車両	1.2%	3.1%
日本	藤倉電線	1.1%	1.5%
日本	日本光学工業	1.1%	4.1%
日本	日本製鉄	1.0%	1.6%
日本	小倉製鋼	0.7%	1.0%
満洲	満洲軽金属工業	0.3%	0.5%
日本	日満アルミニウム	0.0%	0.0%
満洲	本溪湖煤鉄	0.0%	0.0%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月より作成。

ROA 平均を超えていたが、日本企業も機械器具工業を中心に高い収益性を確保したため、満洲企業全体の ROA は日本企業の ROA 平均を下回る結果となった。ROE について見ると、東京計器製作所 (12.8%)、日本精工 (11.8%) に続き、業種全体の第3位に満洲亜鉛鋳業 (8.9%) が登場する。ROE 平均は4.4%で、ROA よりさらに多数の62社がこれを上回った。そのうち満洲企業は14社で、その構成比は22.6%であった。ROA と同じく有力日本企業の収益性が平均的に高く、ROE 平均でも満洲企業は日本企業を大きく下回っていた。金属・機械器具工業では日本企業の収益性が ROA・ROE とともに大きく満洲企業を上回っていたことを確認できる。

表21は食料品工業構成企業29社 (満洲16社、日本13社) の ROA による序列である。ROA

表21 食料品工業の ROA・ROE (29社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
満洲	北満製糖	10.6%	11.5%
満洲	大連精糧	9.6%	10.4%
満洲	満洲日東製粉	9.5%	11.6%
満洲	奉天醬園	6.1%	7.4%
満洲	満洲明治製菓	5.7%	7.1%
満洲	満洲野田醤油	5.1%	5.2%
満洲	大連醤油	5.0%	7.2%
日本	大日本麦酒	4.6%	6.2%
日本	増田製粉所	4.5%	7.4%
満洲	益発号	4.1%	9.9%
満洲	奉天製水	4.1%	4.3%
満洲	哈爾濱麦酒	4.0%	6.1%
日本	明治製菓	3.9%	5.9%
日本	東洋製菓	3.8%	4.7%
日本	日本製粉	3.8%	8.2%
満洲	八王寺醸造工業	3.8%	8.6%
日本	桜麦酒	3.6%	4.6%
満洲	大連製水	3.6%	5.2%
日本	麒麟麦酒	3.3%	5.0%
満洲	満洲麦酒	3.2%	6.9%
満洲	満洲製糖	3.1%	4.5%
満洲	裕昌源	3.1%	5.7%
満洲	満洲特産工業	3.1%	4.2%
日本	森永製菓	3.1%	4.6%
日本	日本水産	3.0%	5.9%
日本	日魯漁業	2.7%	4.7%
日本	日東製粉	2.3%	4.8%
日本	日清製粉	1.9%	4.5%
日本	大阪製粉	0.2%	0.4%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

では北満製糖（10.6%）を筆頭に大連醤油（5.0%）まで上位7社を満洲企業が占め、全体の第8位に初めて日本企業の大日本麦酒（4.6%）が登場する。一見して満洲企業の収益性優位が看取できる。1906年に札幌麦酒、日本麦酒、大阪麦酒の3社が合併して設立された大日本麦酒は、国内シェア70%を超える寡占企業であったが、満洲企業7社はそれを超えるROAを示した。食料品工業のROA平均は3.4%で、満洲企業12社と日本企業6社がこれを超えた。7割を超える満洲企業がROA平均を超える収益性を示す一方で、麒麟麦酒（3.3%）、森永製菓（3.1%）、日本水産（3.0%）など日本の有力食料品工業企業はROA平均以下の収益性にとどまった。また、ROEでも満洲企業の満洲日東製粉（11.6%）を筆頭として満洲企業優位に変化はない。ROE平均の5.8%を超える企業は、満洲企業10社に対し日本企業は半分の5社であった。食料品工業では明らかに満洲企業の収益性が日本企業に優越していた。

表22は雑工業構成企業26社（満洲17社、日本9社）のROAによる序列である。ROAでは、

表22 雑工業のROA・ROE（26社：1941年下期）

地域	会社名	ROA	ROE
満洲	牡丹江木材工業	8.6%	13.4%
満洲	興亜印刷	7.8%	8.7%
満洲	満洲図書	7.5%	12.9%
満洲	鴨緑江製材合同	7.4%	8.8%
満洲	満洲東亜煙草	7.3%	9.4%
満洲	大連燐寸	6.9%	8.3%
満洲	無限製材	6.7%	11.2%
満洲	東洋木材	6.4%	10.0%
満洲	大二商会	6.0%	14.2%
日本	大日本印刷	5.4%	7.1%
満洲	満洲煙草	5.0%	12.0%
日本	小島印刷	4.9%	5.8%
満洲	満洲親和木材	4.9%	7.4%
満洲	大連工業	4.4%	6.3%
日本	凸版印刷	4.3%	6.0%
日本	東京印刷	4.2%	9.1%
日本	旭木材	4.2%	5.0%
日本	精版印刷	4.0%	8.5%
日本	共同印刷	3.4%	5.4%
日本	清住製材所	3.1%	7.1%
満洲	満洲産業	2.8%	7.8%
満洲	東亜印刷	2.5%	2.7%
満洲	日清燐寸	2.5%	4.4%
満洲	満鮮坑木	2.2%	5.3%
日本	天龍木材	2.1%	5.0%
満洲	満炭坑木	1.6%	4.3%

（出典）『昭和十六年度 満洲事業成績分析（第5回）』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

北満の森林資源開発と東満地域への木材供給を目的に設立された牡丹江木材工業（8.6%）から製材販売を目的に朝鮮に設立され1933年に安東に移転された大二商会（6.0%）まで上位9社は全て満洲企業である。ROA 平均は5.2%であったが、日本企業では唯一、大日本印刷（5.4%）が第10位でこれを超えた。ROE でも上位7社まで全て満洲企業が占め、日本企業で最もROEが高い東京印刷（9.1%）が第8位であった。ROE 平均は8.4%で、満洲企業では奉天省公署印刷局の譲渡により設立された大日本印刷系の興亜印刷（8.7%）まで9社がこれを超えたが、日本企業でROE 平均を超えたのは東京印刷とポスター印刷の有力企業であった大阪の精版印刷（8.5%）2社のみであった。雑工業においても明らかに満洲企業の収益性が優越していた。

表23も窯業構成企業33社（満洲14社、日本19社）のROAによる序列である。ROAのトップは13.8%と突出する満鉄系の南満洲硝子で、第2位に日本硝子（8.1%）がランクする。ROA 平均は2.5%であり、18社がこれを超えるが、満洲企業は耐火煉瓦製造の奉天窯業（5.1%）、撫順窯業（4.2%）、建築用煉瓦を製造した大阪窯業系の営口興業（3.8%）、満洲小野田セメント製造（3.5%）、満鉄事業を継承し硝子製造を行った日本硝子系の大華窯業（3.5%）の6社のみであった。他は炉材製造の川崎窯業（5.1%）や秩父セメント（4.2%）など日本企業が12社を占めた。ROEでも南満洲硝子（16.4%）が突出するが、全体では日本企業の収益性優位は変わらない。ROE 平均は4.1%で17社がこれを超えたが、そのうち満洲企業は6社であり、他の11社は日本企業であった。窯業では、関東小野田セメント製造（1.8%）、三井・小野田セメント系の哈爾濱セメント（2.6%）、磐城セメント系の満洲セメント（2.1%）などの満洲セメント企業の収益性がROA・ROEともに低位であり、これらの企業の低収益性が満洲企業全体の収益性を押し下げている。

表24も鉱業構成企業25社（満洲11社、日本14社）のROAによる序列である。ROAのトップは日本曹達子会社の日曹鉱業（7.7%）で、第2位が満洲企業で耐火粘土や礬土頁岩を採掘した満鉄系の復州鉱業（7.5%）であった。ROA 平均は1.8%で、これを超えるのは日本企業が9社に対し満洲企業は4社のみであった。日本企業では土肥金山（4.2%）や北海道炭硯汽船など有力な炭硯企業が含まれる一方で、満洲企業では復州鉱業に加えて、マグネサイト鉱採掘を目的に設立された満鉄系の南満鉱業（2.7%）、満業系の満洲鉛鉱（2.3%）、モリブデンなどの鉱石採掘を目的とする満洲銅鉛鉱業（2.1%）がROA 平均を上回る収益を上げていた。ROEでもトップは17.0%と突出する日曹鉱業であり、ROE 平均の3.8%を超えた企業は日本企業が8社、満洲企業は4社であった。満洲企業では復州鉱業（8.3%）、南満鉱業（2.7%）に加えて満洲滑石（5.3%）と満業（4.7%）であった。鉱山業の満洲企業の収益性は日本企業に比較して全体的に低位であったが、特に11社のうち、大連近郊の営城子炭の採掘を目的とした満業系の営城子炭硯と河北省密雲のタングステン鉱採掘を目的とした大華鉱業の2社が、それぞれ27万3,000円と7万6,000円の当期損失を計上していた。こうした点も満洲鉱業企業収益



表23 窯業のROA・ROE (33社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
満洲	南満州硝子	13.8%	16.4%
日本	日本硝子	8.1%	9.9%
満洲	奉天窯業	5.1%	8.8%
日本	川崎窯業	5.1%	6.6%
日本	秩父セメント	4.2%	5.7%
満洲	撫順窯業	4.2%	5.9%
満洲	営口興業	3.8%	4.5%
日本	大阪陶業	3.7%	5.2%
満洲	満洲小野田セメント製造	3.5%	4.6%
満洲	大華窯業	3.5%	4.0%
日本	昌光硝子	3.3%	5.8%
日本	大阪窯業	3.1%	5.8%
日本	東洋セメント工業	3.0%	4.2%
日本	日本陶器	3.0%	4.6%
日本	旭硝子	3.0%	5.0%
日本	品川白煉瓦	3.0%	4.9%
日本	東洋産業	3.0%	4.7%
日本	東亜セメント	2.7%	4.0%
日本	磐城セメント	2.3%	3.9%
満洲	大連窯業	2.3%	2.5%
日本	日本板硝子	2.3%	3.3%
日本	浅野セメント	2.2%	3.1%
日本	小野田セメント製造	2.1%	3.5%
満洲	大同洋灰	2.1%	3.2%
満洲	満洲窯業	2.1%	3.4%
満洲	本溪湖洋灰	1.8%	4.1%
日本	宇部セメント製造	1.8%	3.1%
日本	大阪窯業セメント	1.7%	3.7%
日本	名古屋製陶	1.5%	3.5%
満洲	安東窯業	1.4%	2.4%
満洲	満洲セメント	1.3%	2.1%
満洲	哈爾浜セメント	1.1%	2.6%
満洲	関東州小野田セメント製造	0.6%	1.8%

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』：大連商工会議所，1943年8月，三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』，1942年7月より作成。

の全体水準を押し下げる要因となったと思われる。

こうした製造業における業種単位の収益性比較の結果から、繊維工業、食料品工業、雑工業の軽工業部門では満洲企業の収益性が日本企業に比して優位であったのに対し、化学工業、金属・機械器具工業、窯業、鉱業など大規模設備投資や高度な産業技術水準が必要とされる重化学工業部門では日本企業の収益性が満洲企業を凌駕していたことが確認できる。

表24 鉱業のROA・ROE (25社：1941年下期)

地域	会社名	ROA	ROE
日本	日曹鉱業	7.7%	17.0%
満洲	復州鉱業	7.5%	8.3%
日本	土肥金山	4.2%	4.8%
日本	雄別炭砒鉄道	4.1%	5.9%
日本	北海道炭砒汽船	3.1%	5.0%
満洲	南満鉱業	2.7%	6.0%
日本	三菱鉱業	2.7%	4.3%
日本	太平洋炭砒	2.6%	3.5%
日本	三井鉱山	2.5%	4.4%
満洲	満洲鉛砒	2.3%	3.1%
日本	入山採炭	2.3%	2.9%
日本	日本鉱業	2.1%	4.7%
満洲	満洲銅鉛砒業	2.1%	3.2%
満洲	協和鉱山	1.7%	3.0%
満洲	満洲滑石	1.7%	5.3%
満洲	満洲重工業開発	1.5%	4.7%
日本	住友鉱業	1.4%	3.5%
満洲	満洲鉱山	0.6%	0.7%
日本	磐城炭砒	0.3%	0.5%
満洲	満洲炭砒	0.1%	0.2%
日本	昭和鉱業	0.0%	3.1%
日本	古河鉱業	0.0%	3.3%
日本	大日本炭砒	0.0%	4.3%
満洲	大華鉱業		
満洲	営城子炭砒		

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所、1943年8月、三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』、1942年7月より作成。

## 7. 1株当たり利益と株価収益率

満洲企業と日本企業の1株当たり利益と株価収益率を業種単位で示したものが表25である。1株当たり利益を業種別に見てみると、非製造業では比較可能7業種のうちの金融、取引所・清算会社、倉庫業の3業種で満洲企業が日本企業を上回るが、他の4業種である商業、電気・ガス、交通・運輸・通信、土地建物・拓殖興業では日本企業の収益性が高い。また、製造7業種で満洲企業の収益性が日本企業を上回ったのは繊維工業と雑工業の2業種のみで、その他の業種では日本企業の収益性が優越している。特に金属・機械器具工業と鉱業では満洲企業の1株当たり利益は日本企業の半分以下の水準であった。概括すれば、資料の制約から比較不能な証券・保険業、労力供給・請負業、雑業を除く14業種のうち、満洲企業が1株当たり利益で日本企業に優位であったのは5業種であり、残りの9業種では日本企業の収益性が満洲企業を上

表25 満洲企業・日本企業の1株当たり利益と株価収益率

業 種		地 域	自己資本 比率	1株当 り利益	配当率	期中平均株価	株価収益率
非製造業	金 融	満 洲	5.3%	7.3円	7.1%	70.83円	9.01
		日 本	5.3%	4.6円	6.6%	84.81円	15.07
	取引所・清算会社	満 洲	31.5%	3.7円	8.3%	78.19円	14.48
		日 本	47.3%	1.6円	6.1%	75.60円	47.25
	証券・保険業	日 本	12.9%	1.8円	7.0%	47.10円	12.41
	商 業	満 洲	15.0%	4.5円	8.3%	52.90円	7.28
		日 本	28.5%	5.0円	9.8%	66.32円	12.7
	電気・ガス	満 洲	50.2%	2.2円	7.7%	56.98円	22.34
		日 本	59.7%	2.3円	8.0%	61.06円	24.42
	交通・運輸・通信	満 洲	41.4%	2.1円	7.0%	60.04円	27.29
		日 本	57.1%	3.1円	8.0%	66.34円	23.28
	倉庫業	満 洲	97.3%	5.7円	7.0%	53.00円	9.3
		日 本	79.5%	2.2円	7.4%	65.77円	12.9
	土地建物・拓殖興業	満 洲	19.2%	0.4円	6.3%	61.80円	16.48
		日 本	73.6%	1.4円	5.3%	35.17円	20.09
労力供給・請負業	満 洲	27.9%	7.0円	10.0%	67.00円	8.17	
雑 業	満 洲	72.0%	3.1円	7.2%	77.47円	15.19	
製造業	繊維工業	満 洲	48.7%	5.9円	9.8%	66.27円	11.31
		日 本	58.6%	5.3円	10.8%	90.06円	16.68
	化学工業	満 洲	62.3%	2.7円	8.0%	66.53円	8.33
		日 本	55.6%	3.1円	8.3%	64.51円	16.62
	金属・機械器具工業	満 洲	55.5%	1.6円	7.9%	50.25円	15.52
		日 本	47.5%	3.5円	8.6%	71.70円	16.00
	食料品工業	満 洲	63.6%	4.5円	8.4%	67.35円	14.48
		日 本	57.8%	4.6円	9.3%	75.56円	16.04
	雑工業	満 洲	60.2%	7.2円	8.9%	75.63円	14.06
		日 本	62.5%	5.0円	9.8%	59.35円	10.6
	窯 業	満 洲	53.6%	2.0円	8.1%	52.35円	15.02
		日 本	63.0%	2.9円	9.1%	65.87円	19.66
	鋳 業	満 洲	40.9%	1.6円	4.4%	52.90円	18.7
		日 本	52.1%	3.2円	8.1%	54.63円	23.18

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月, 『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』1942年5月, 東洋経済新報社編 『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』, 1943年3月より作成。

回っていたことが確認できる。

表26は検討対象とした満洲企業と日本企業の全てを1株当たり利益で序列化し, 上位企業を掲出したものである。トップは1株当たり利益9.9円の三井信託および第一製薬の日本企業2

表26 1株当たり利益の上位企業

地域	業種	会社名	払込資本金	配当率	1株当たり利益	期中平均株価	株価収益率
日本	金融	三井信託	7,500	7.0%	9.9円	101.36円	10.24
日本	化学	第一製薬	3,000	12.0%	9.9円	86.00円	8.69
日本	金属機械	日本精工	24,000	10.0%	9.7円	79.66円	8.21
日本	金属機械	日本車両製造	15,000	10.0%	9.6円	93.00円	9.69
満洲	雑工業	満洲煙草	8,400	10.0%	9.4円	102.54円	10.91
日本	繊維	鐘淵紡績	87,200	18.0%	9.1円	146.86円	16.14
日本	繊維	内外綿	24,500	12.0%	9.0円	103.10円	11.46
満洲	金融	新京銀行	900	8.0%	8.8円	60.00円	6.82
満洲	繊維	営口紡織	8,000	12.0%	8.5円	81.84円	9.63
日本	金融	不動貯蓄銀行	8,000	8.0%	8.3円	266.94円	32.16
日本	金融	住友信託	5,000	7.0%	8.2円	105.80円	12.90
満洲	労力供給	東亜土木企業	1,250	8.0%	8.2円	67.00円	8.17
日本	繊維	日本毛織	35,000	12.0%	8.2円	88.40円	10.78
日本	繊維	福島紡績	14,075	20.0%	8.0円	135.50円	16.94
日本	食料品	麒麟麦酒	10,800	10.0%	8.0円	105.69円	13.21
満洲	繊維	満蒙毛織	12,500	9.0%	7.7円	67.67円	8.79
満洲	雑業	営口水道	1,000	10.0%	7.7円	105.00円	13.64
満洲	食料品工業	奉天醬園	700	10.0%	7.6円	50.00円	6.58
満洲	食料品工業	大連醤油	250	9.0%	7.6円	72.00円	9.47
日本	金属機械	日本電池	10,000	12.0%	7.6円	87.44円	11.51
日本	金融	三菱信託	7,500	7.0%	7.4円	94.40円	12.76
満洲	食料品工業	大連精糧	400	10.0%	7.3円	66.88円	9.16
日本	化学	日本火薬製造	10,000	16.0%	7.3円	116.34円	15.94
満洲	取引所・清算所	大連商品取引信託	125	10.0%	7.2円	68.00円	9.44
日本	商業	松屋呉服店	5,000	10.0%	7.2円	63.55円	8.83
満洲	金融	奉天商工銀行	4,400	8.0%	7.1円	54.40円	7.66
満洲	取引所・清算所	満洲証券取引所	1,000	8.0%	7.1円	104.16円	14.67
日本	金属機械	東海鋼業	2,250	10.0%	6.9円	61.51円	8.91
満洲	繊維	満洲紡績	5,000	12.0%	6.8円	75.65円	11.13

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析 (第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編 『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月, 『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』, 1942年5月, 東洋経済新報社編 『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』, 1943年3月より作成。

社である。満洲企業では第5位に9.4円の満洲煙草がランクインする。掲出した企業のうち満洲企業は13社で、金融、取引所・清算会社、繊維工業、食料品工業、雑工業などROA平均が高かった業種の企業がランクされている。企業全体を対象とした高収益企業の抽出結果でも、満洲企業に対する日本企業の収益性優位の実態を確認できる。

次に利益の株主還元である配当性向を配当率で見てみる。満洲企業の配当率が日本企業より高い業種は、金融、取引所・清算会社、土地建物・拓殖興業の3業種のみである。土地建物・拓殖興業では、満洲企業の1株当たり利益が0.4円と、日本企業の1.4円に比較して大幅に低位であったが、配当率では日本企業の5.3%を超える6.3%配当となっている。しかし、この3業種以外の11業種ではいずれも日本企業の配当率が満洲企業を上回る。1株当たり利益では日本企業を優越した倉庫業、繊維工業、雑工業でも、満洲企業の配当率は日本企業より低位であった。こうした配当性向の差異は当該企業の株価推移に一定の影響を与えていたことが推測される。

さらに株価収益率について検討する。株価収益率は、株価と1株当たり利益の関係を示すもので、それが大きいほど一般的には株価が割高と考えられる。ただし、期待収益や株価上昇予想などから株式市場で当該銘柄の人气が高まれば株価が上昇し、必然的に株価収益率は高くなる。投資家的な観点では株価収益率により株式銘柄の割高、割安を判断することになるが、本稿の問題意識から言えば、満洲企業の株価収益率は日本本国投資家の満洲企業に対する認識を推定するバロメーターとして意味がある。表25に掲出した期中平均株価は、1941年に東京株式取引所で実物取引された株式に限定される。本稿でこれまで検討対象としてきた満洲企業（197社）と日本企業（338社）の全ての株式が東京株式取引所で売買されたわけではない。それらの企業のなかで株価を捕捉できた企業数は満洲企業が70社、日本企業が197社であった。企業数の多い日本企業については割愛するが、満洲企業については対象企業名を表27に示しておいた。表25に戻り株価収益率を見てみると、交通・運輸・通信と雑工業の2業種のみで満洲企業の株価収益率が日本企業より高いことが分かる。表25の1株当たり利益と配当率は、本稿の検討対象である満洲企業と日本企業の全ての平均値であるのに対して、株価収益率は株価捕捉企業に限定された平均値であるため、単純に比較はできない。その点を留保した上で言えば、1株当たり利益と配当率の両方で日本企業を上回る金融および取引所・清算会社の2業種や1株当たり利益は低い配当率では上回る土地建物・拓殖興業では、満洲企業の株価収益率は日本企業より低い。その一方で、交通・運輸・通信業と雑工業の満洲企業は1株当たり利益と配当率に比して、何らかの理由から株式市場で高水準の株価を確保していたと考えられる。

表28は、東京株式取引所で実物取引された満洲企業70社と日本企業197社の株式関連指標を平均値で比較したものである。平均配当率では満洲企業（8.2%）と日本企業（8.8%）の間に大きな差異はない。1株当たり平均利益は満洲企業の5.0円に対して日本企業は4.0円であり、当期純利益では満洲企業の方が優位にある。しかし、同期の期中平均株価を算出すると満洲企業の63.02円に対し日本企業は69.78円と高くなる。必然的に平均株価収益率は満洲企業の17.14に対し日本企業は21.48と割高な比率となる。株価水準は株式市場における投資家の思惑や多種多様な要因に影響を受けるため、満洲企業と日本企業の株価収益率の差異をどう評価するかは極めて難しいが、満洲企業の1株当たり利益と株価収益率の関係を考えてみると、単純に計

表27 東京株式取引所実物取引対象企業 (1941年)

業種	企業数	会社名
金融	5	奉天商工銀行・新京銀行・安東実業銀行・蓬萊無尽・第一無尽
取引所・清算会社	3	大連株式会社商品取引所・満洲証券取引所・大連商品取引信託
商業	3	満蒙毛織百貨店・大矢組・森永製品満洲販売
繊維工業	7	満蒙毛織・営口紡織・奉天紡紗廠・満洲紡績・恭泰莫大小紡績・日滿紡麻・満洲製麻
化学工業	6	満洲化学工業・鴨緑江製紙・大和染料・満洲ペイント・満洲皮革・満蒙殖産
金属・機械器具工業	8	満洲鑄物・鞍山鋼材・日滿鋼管・大連機械製作所・満洲工作機械・満洲工廠・満洲車両・満洲計器
食料品工業	8	満洲製糖・満洲麦酒・満洲特産工業・大連製氷・興亜食料工業・奉天醬園・大連精糧・大連醤油
雑工業	5	満洲親和木材・大連工業・東亜印刷・満洲東亜煙草・満洲煙草
窯業	7	大同洋灰・満洲セメント・哈爾濱セメント・満洲小野田セメント製造・撫順窯業・奉天窯業・安東窯業
鉱業	3	南満鉄業・満洲銅鉛鉄業・満洲重工業開発
電気・瓦斯	2	満洲電業・南満州瓦斯
交通・運輸・通信	2	南満洲鉄道・満洲電信電話
倉庫業	1	南満洲倉庫建物
土地建物・拓殖興業	6	満洲土地建物・大連郊外土地・協和建物・鞍山不動産信託・星ヶ浦土地建物・満洲棉花(大連)
労力供給・請負業	1	東亜土木企業
雑業	4	湯崗子温泉・営口水道・大連連鎖街・大連車夫合宿所

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析(第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月, 『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』1942年5月, 東洋経済新報社編『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』, 1943年3月より作成。

表28 東京株式取引所 実物取引株 (1941年)

地域	平均払込資本金 (千円)	平均配当率	1株当たり 平均利益	期中平均株価	平均株価収益率
満洲企業(70社)	28,421	8.2%	5.0円	63.02円	17.14
日本企業(197社)	46,637	8.8%	4.0円	69.78円	21.48

(出典) 『昭和十六年度 満洲事業成績分析(第5回)』大連商工会議所, 1943年8月, 三菱経済研究所編『本邦事業成績分析 昭和十六年下期』, 1942年7月, 『昭和拾六年 東京株式取引所統計年報』1942年5月, 東洋経済新報社編『昭和十八年版 東洋経済株式相場総覧』, 1943年3月より作成。

算式に照らせば、分母の1株当たり利益が大きいので株価収益率は割安になる。しかし、これを言い換えれば、満洲企業の場合、その収益性に対し株価の弾力性が低いと言うこともできる。つまり分母に対し分子である株価が相対的に安価となっている。満洲企業の収益実績に比較して、市場における株価水準が低位であったとすれば、この時期の満洲企業の成長力に対する日本本国の投資家の期待度は低かったと推測できる。1930年代後半の満洲経済は、満洲中央銀行の通貨増発を基盤とした全面的な産業資金散布を伴う満洲産業開発5カ年計画が進行し、大規模な重化学工業投資や巨大企業の設立が相次ぐ拡張段階にあった。1940年に「徹底的重点主義」に産業政策は転換されるが、満洲の工業生産力はマクロ的に見ると1943年まで一定の成長性は維持していた<sup>25)</sup>。こうした満洲生産力水準の実態や国家的プロパガンダに対して、本稿の検討結果を前提とすれば、日本本国の株式市場は冷めた反応を示していたと推定できる。

## 8. 小 括

本稿の課題は、植民地で事業活動を展開した満洲企業と日本本国で事業活動を行った日本企業との収益性比較であった。こうした課題設定の意図は、帝国主義段階に固有な海外膨張主義や植民地拡大の基盤とされた資本輸出の起因を再検討する点にあった。J. A. ホブソンからヒルファーディング、さらにレーニン「帝国主義」まで、資本輸出の起因を利潤率格差に求める見解は共通している。こうした見解は戦前期日本の植民地投資に適用可能か、満洲企業を事例に本稿でその具体的な検証を試みた。

本稿では、総資産利益率 (ROA) と自己資本利益率 (ROE) を主たる利潤率指標として利用し、加えて1株当たり利益 (EPS) と株価収益率 (PER) を補助的指標に用いた。

株価収益率は直接的な利潤率指標とは言えないが、株式市場における植民地投資意欲を推測する根拠となる。また、対象企業選択の恣意性を回避するため、あらかじめ企業選択が施された資料の記載データをそのまま利用した。ただし、資料の制約から検討対象期間は1937年～1941年までに限定され、業種単位で個別企業レベルの分析を加えた時期は、収録企業数が最大となる1941年下期とした。

ROA では1937年～1939年までの3年間は満洲企業が日本企業を上回った。しかし、1940年に逆転し、1940年・1941年は日本企業が優越する。他方、ROE と1株当たり利益は1937年～1941年まで一貫して日本企業が満洲企業を上回っていた。このように利潤率指標である ROA, ROE, 1株当たり利益に関して、満洲企業と日本企業の間にはギャップが存在した。ROA が高く、ROE と1株当たり利益が低位であった満洲企業では、借入資金を活用した財務レバレッジが有効でなかったことが示唆される。しかし、当時の満洲企業が内部留保に厚く他人資本

---

25) 前掲、「1940年代の満洲工業」、113～114ページ。

調達必要性が低かったとは考え難く、であるとすれば、当時の満洲におけるデットファイナンスの困難性が推測できる。

こうした満洲企業全体の特徴を、より具体的に検討するため、非製造業と製造業に区分して分析を加えた。非製造業全体と比較すると、ROA、ROE、1株当たり利益の指標でいずれも満洲企業が収益性で日本企業に優位であった。しかし、電気・ガス、交通・運輸・通信、土地建物・拓殖興業など大規模投資が必要とされるインフラ事業の3業種では、日本企業がROAとROEで満洲企業を超える収益性を示していた。他方、製造業全体で見ると、ROAとROEの両方で日本企業が満洲企業の優位にあり、1株当たり利益でも同様であった。ただし、製造業においても繊維工業、食料品工業、雑工業などの軽工業では満洲企業がROAとROEの両方で日本企業を上回っていた。これに対し大規模な設備投資や高い技術水準が必要な重化学工業では日本企業の収益性が満洲企業を凌駕した。

1株当たり利益で見ると、非製造業7業種のなかの4業種で日本企業の収益性が満洲企業に優越し、製造業でも7業種のうち繊維工業と雑工業を除く5業種で日本企業が満洲企業より高い収益性を示した。つまり1株当たり利益では分析した14業種中の9業種で日本企業の収益性優位が検出された。また、株価収益率で見ると、14業種中で交通・運輸・通信と雑工業の2業種を除く12業種で日本企業の株価収益率が満洲企業より高位にあった。ここから当時の満洲企業の株価水準がその収益実態と比べて相対的に低位であったことが推定される。当時の満洲産業開発に向けた国家的プロパガンダの高揚に反して、日本本国の投資家は満洲企業への成長期待度が低く、冷めた投資意識にあったことが推測される。

本稿の検討結果から得られた結論は、利潤率格差は満洲に対する資本輸出の決定要因ではない、という点である。多数の業種で日本本国企業の収益性が高いにもかかわらず、植民地満洲に巨額な資本輸出が行われてきた事実は、これまでヒルファーディングやレーニンを前提に進められてきた資本輸出論や日本帝国主義史の分析視角が再検討される必要性を示唆している。ただし、本稿の限界性も明らかである。利用資料の制約から本稿の分析は1937年～1941年に限定されている。日中戦争以降の戦時経済体制の深化や満洲産業開発5カ年計画の再編と政策転換など、この時期の日本および満洲経済は大きな環境変化の過程にあった。本稿が検討対象とした日本および満洲企業の経営活動が、そうした戦時経済環境の変化に大きな影響を受けたことは想像に難くない。そうした側面を包括して本稿の分析結果をいかに評価するか、その点に十分な配慮が加えられていない。また、膨大な中小・零細企業を裾野に有する階層的な企業構造にあった日本および満洲において、本稿の分析対象は上層に位置する企業群に限定されている。こうした企業群のみを対象とした分析結果を、満洲および日本企業の収益特質として抽出可能であるか、この点についても課題が残る。

そうした限界性を踏まえた上で、「満洲企業は儲かったか？」の問いに対しては、「儲かっていなかった」と回答したい。