

# 企業の見えない資産に基づく企業価値創造の研究

——コスモ証券の企業改革で見えてきたこと——

瀧 口 匡\*

Approximately 100 years ago, Cosmo Securities Co., Ltd. (Cosmo) was established in 1904. Cosmos was one of the companies listed in the early stage of Tokyo Stock Exchange. It is a universally accepted fact that Cosmo is a security house of long standing. This paper focuses on the restructuring of Cosmo reputation. The purpose of this study is to examine the relationship between corporate value creation and invisible corporate assets.

The following are the frameworks of this research :

- ① The purpose and attention of this research
- ② The corporate profile and details of Cosmo and the corporate value after restructuring
- ③ The restructuring and its problem
- ④ Analysis of New invisible assets
- ⑤ Consideration to a hypothesis

This paper is based on two kinds of approaches.

First this study used the frameworks for Knowledge Management. Generally, there are so many kinds of approaches in the field of intellectual capital (assets),<sup>1)</sup> for example, knowledge management approach,<sup>2)</sup> the accounting approach,<sup>3)</sup> ISO<sup>4)</sup> approach and so on.

Second this study focuses on corporate management on the growing stage. However, it is beyond the scope of this paper to research for a variety of corporate management.

There are many kinds of studies for corporate management, for example the venture business (small business), the restructuring (turnaround) and the withdrawal of business. However this study concentrates upon the corporate management on the growing stage. This study mainly discussed the relationship between corporate value creation and invisible assets of corporate on the growing stage.

The originality for this study is twofold : first ; the examination of new invisible corporate assets which the study for Knowledge Management had not discussed in the past ; and second, the study is based on the actual case study of Cosmo.

キーワード：企業の見えない資産，企業価値創造

---

\* ウエルインベストメント(株)代表取締役 早稲田大学大学院博士課程後期

## はじめに

コスモ証券株式会社（以下、「コスモ証券」という。）は、今から約100余年前の1904年（明治37年）に創業された、東京証券取引所第1部に上場されている証券会社である。その長い社歴から、老舗証券会社であることは疑いのない事実である。本研究は、この老舗証券会社の企業改革に焦点を当て、企業価値創造と企業の見えない資産の関係を論じていく。

本小論の枠組みは、以下の通りである。

- ① 研究の目的と留意点：研究の目的を明確にする。
- ② 研究対象の概要と企業改革後の企業価値：コスモ証券の歩みや企業データを客観的に分析する。
- ③ 研究企業の改革とその問題点：コスモ証券の企業改革を検証する。
- ④ 企業改革に関する社内調査の分析と見えてきた企業価値を創造する新たな企業の見えない資産：コスモ証券の社内調査を分析し仮説を導出する。
- ⑤ 仮説の考察：先行研究の考察や仮説を新たに展開する。

また、本研究は、以下の2つのアプローチで行われている。

まず、本研究のアプローチは、ナレッジ・マネジメント研究のアプローチの延長線にある。通常、知的資産（資本）<sup>5)</sup>の研究には、ナレッジ・マネジメント<sup>6)</sup>のアプローチや会計的アプローチ<sup>7)</sup>、また、ISO<sup>8)</sup>に代表されるような工業生産性のアプローチ等が存在する。そのなかで、この研究は、ナレッジ・マネジメントの研究分野として、企業の見えない資産と企業価値創造の関係をとり扱っている。

次に、本研究は、企業の成長段階（発展段階）における企業経営について論じるものである。つまり、企業のあらゆる経営状況を論じていない。

一般に、企業経営の研究では、ベンチャー起業の研究、リストラクチャリングの研究、事業撤退の研究など様々な研究が行われている。しかし、この研究は、成長段階の企業の経営に焦点を当てている。したがって、本研究は、あくまで、企業が成長していく過程における、企業の見えない資産と企業価値の関係を論じるものである。

本研究の独自性について、次の2点が挙げられる。

1点は、これまでナレッジ・マネジメントの分野の研究では論じられてこなかった、企

業価値創造に貢献する、新たな企業の見えない資産を分析しようとする点である。もう1点は、本研究が、コスモ証券の企業改革という、実際のケース・スタディとなっている点である。

## I 研究の目的と留意点

本章では、研究の目的を明確にするとともに、論点が散漫なることを避けるため、研究の主要な留意点を明らかにしたい。

### 1. 本研究の目的

本研究の目的は、企業の見えない資産と企業価値創造の関係について仮説を導出することにある。その主眼は、これまでの知的資産の研究では得られていない、新たな仮説を導出することを研究の目的としている。

本研究は、2004年からスタートしたコスモ証券の企業改革を対象とするものであり、一定の興味深い結果を得ることができた。しかしながら、本研究の結果が、コスモ証券以外にも適応できる一般性を持つかどうかは、現段階では確認できていない。今後、本研究から導き出された結果を仮説として、新たな検証が必要となるであろう。

したがって、本研究は、企業の見えない資産と企業価値の関係についての仮説を導き出す、ファースト・ステップであり、また、研究の出発点に留めるものである。

### 2. 研究の留意点

本研究を進めるについては、予め指摘しておかなければならない、2つの留意点がある。1点目は、本研究の対象企業が採用した後述のビジネス・ツールとBSC (Balanced Scorecard)<sup>9)</sup>との関係である。いま1つは、本研究における企業価値の定義に関するものである。それらの留意点の概要は次のとおりである。

#### 第1項 BSC (Balanced Scorecard) との関係

本研究は、本研究対象がBSCを活用したことに注目するものであるが、その有効性を論じるものではないことに留意されたい。現在、多くの研究者が、BSCに関する研究を行っている。しかし、本研究におけるBSCの位置付けは、あくまで研究対象が利用したビジネス・ツールの1つである。重複になるが、BSCそのもの有効性は、本研究の研究対象ではない。

対象企業のコスモ証券は、企業改革のツール (道具) として、ナビゲーター・フレーム

ワーク<sup>10)</sup>(以下,「NF」という。)を導入している。コスモ証券では,このNFを日誌化し,NFを毎日のルーティン・ワークとして全員が活用している。

コスモ証券が導入したNFとは,アクセル社<sup>11)</sup>がわが国に導入した北欧スウェーデンのスカンディア生命<sup>12)</sup>が関係したモデルのことである。現在,BSCの研究者たちは,レイフ・エドビンソン<sup>13)</sup>が提唱しスカンディア生命が導入したNFと,KaplanとNortonが提唱したBSCとの関係を明確に論じていない。しかし,望月<sup>14)</sup>は,スカンディア生命が導入したNFとBSCは,概念的には近いものであると主張している。本研究では,この望月の主張を取り入れ,スカンディア生命が導入したNFを総称してBSCと呼ぶことにする。

## 第2項 本研究における企業価値の定義

本研究で留意しなければならない点は,「企業価値」の言葉の取り扱いである。元来,企業価値という概念は,きわめて曖昧なものである。つまり,企業価値の意味するところは,それぞれの主体の属性で異なる解釈がなされているからである。

例えば,「企業価値とは何か」を様々な人に問いかけた場合,多様な返答が返ってくるであろう。投資銀行業務に携わる人は,その問いに対して「企業買収価値」と答えるであろうし,企業経営者は,「人材」「組織力」「技術力」と答えるだろう。一方,企業会計に携わる人は同様の質問に対して,「解散価値」とか「資産税価値」と答えるであろう。つまり,企業価値の概念は,1つの定義に要約することが困難であり,その意味するところが主観的に異なることを前提としなければならない。

そこで,本研究では,財務情報のように定量化されたものや非財務情報ではあるが一定ルールで定量化されたものを,企業価値と定義している。例えば,売上高やDCF<sup>15)</sup>等の財務データばかりでなく,従業員のような数,Stewart(1997)<sup>16)</sup>が提唱するような一定のルールに基づいて定量化された非財務データで表現されたものも,企業価値として捉えている。つまり,本研究での企業価値の創造とは,業績が向上することであったり,従業員数が増加することであったり,非財務データに現れる数字が向上することである。

本研究では,上記のように企業価値の概念を踏まえ,研究を行っている。

## II 研究対象の概要と企業改革後の企業価値

本章では,まず,対象企業であるコスモ証券の歴史に触れる。コスモ証券の歴史から,企業改革以前の企業の状況を把握するとともに,コスモ証券に内在する隠れた問題点を明らかにする。

次いで、企業改革後のコスモ証券の経営状況を分析する。特に、企業改革後、コスモ証券の企業価値がどのように変化したか、同業種・同規模の証券会社と比較し、客観的に分析してみたい。

## 1. コスモ証券の歴史

コスモ証券の前身は、1872年（明治5年）に初代野村徳七が開業した野村徳七商店の創業に遡る。100年以上も昔に、野村証券と同じルーツを持ち創業されているが、コスモ証券は1904年（明治37年）、二代目野村徳七が有価証券現物問屋を開始した年とされているのに対し、野村証券は1925年（大正14年）の設立とされている。つまり、コスモ証券は、現在の日本最大手の証券会社である野村証券より古く設立された老舗証券会社であることは、疑いのない事実である。因みに、1997年（平成9年）に自主廃業した山一証券の設立は、野村証券設立1年後の1926年（大正15年・昭和元年）であることから、コスモ証券の長い歴史を伺い知ることができる。

ところで、コスモ証券が設立された1904年（明治37年）とはどのような時代であったのであろうか。以下、少し触れてみる。

1904年は、日本<sup>17)</sup>が、ロシアに宣戦布告<sup>18)</sup>した年である。この年、大蔵省は、日露戦争の戦費を捻出するため、第1回5分利国庫債券1億円を発行したり、また、第1回6分利英貨公債1,000万ポンドをロンドン及びニューヨークで発行したりした年である。つまり、欧米列強に追いつくため、富国強兵制度がとられ、そのための資金捻出のため、資本市場の重要性が増している時代であった。コスモ証券は、そんな時代背景のもと設立された証券会社である。

当時、野村徳七商店は、現在でいうところの証券会社を営んでおり、その頃の総称は有価証券現物問屋である。1917年（大正6年）、野村徳七商店は、個人経営を法人組織に改め、株式会社野村商店<sup>19)</sup>となった。これがコスモ証券の前身である。

この、老舗証券会社であるコスモ証券は、近年、長らく業績が低迷していた。コスモ証券は、1992年から2004年までの13期間、無配当を強いられていた。コスモ証券の詳しい経営状況は後述するが、そんな状況下、2003年の株主総会後、森山治彦氏<sup>20)</sup>が社長として就任した。森山社長は、就任当初から積極的に企業改革に取り組んだ。彼は、中期経営計画作成委員会（以後、「中経委員会」という。）<sup>21)</sup>を組織し、3ヵ年（2004年-2006年）の中期経営計画を作成し、企業改革を推進した。これにより、コスモ証券の企業改革は一定の成功を収め、業績を回復させた。

本研究は、この森山社長と中経委員会が中心となり全従業員が取り組んだコスモ証券の

企業改革をケースとして取り上げている。

## 2. コスモ証券の業績推移

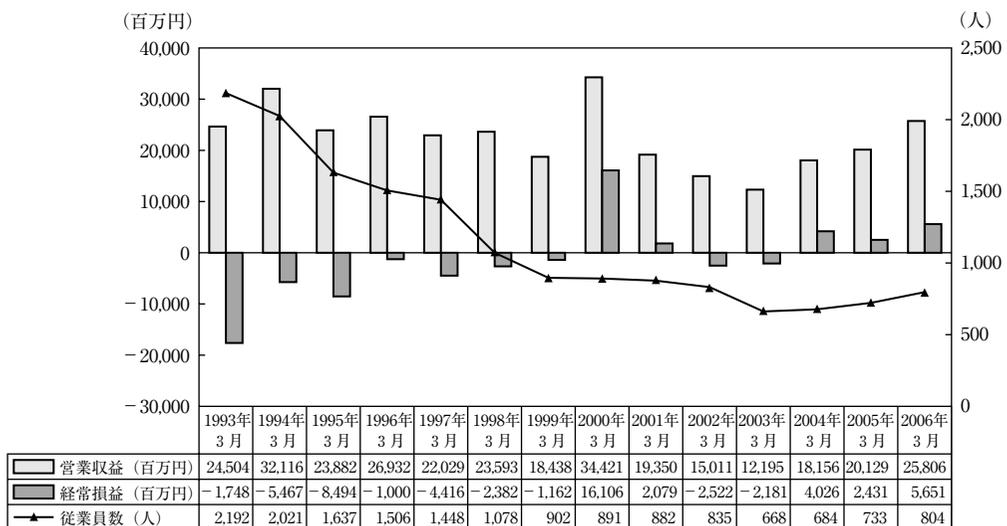
企業改革以前、コスモ証券の業績は、決して芳しいものでなかった。1992年から2004年までの13期間の無配は、そのことを物語っている。

図表1は、1993年3月期から2006年3月期までの、コスモ証券の業績推移である。1993年という年は、バブル経済が本格的に崩壊し始めた初期であり、証券界にとっても非常に意味深い時期である。

森山社長が就任<sup>22)</sup>する直前の2003年3月期における営業収入は、121億95百万円であった。この営業収入は、1993年3月期の245億4百万円と比較すると、約50%の減収となっている。また、経常利益は、2000年3月期のITバブルの影響で一時的な業績回復を除けば、1993年3月期以降、2003年3月期までの全ての決算期が経常赤字である。

また、従業員数<sup>23)</sup>も大きく変化していた。有価証券報告書では、1993年3月期の従業員数は、2,192名であった。しかし、森山社長就任時の従業員数は668名であり、約70%減少していた。

これらの状況から理解できることは、コスモ証券は、毎年、資産、人材等、多くの企業価値を失っていたことになる。



有価証券報告書を参考に筆者作成

図表1 コスモ証券の業績推移 (1993年～2006年)

### 3. コスモ証券に内在する問題点

コスモ証券が企業改革を手がける以前、企業の内部には、企業価値の毀損に追い討ちをかけるような出来事が慣習的に起こっていた。それは、社内の経営経験を経ていない外部出身者が経営を執行する姿勢であった。彼等は、知らず知らずのうちに、コスモ証券内部に問題点を作り出していた。

図表2は、1993年以後のコスモ証券の代表取締役就任の推移である。ここで気付くことは、この会社の代表取締役の多くは、大株主の企業や官公庁等の外部から就任していることである。俗にいう天下りの代表取締役就任である。かろうじて、1993年と1996年は、それぞれ2名のコスモ証券生抜きの代表取締役が就任している。しかし、それ以外は、生抜きの代表取締役は1名しか就任していない。特に、1999年以降、生抜きの代表取締役は、だれ一人と就任していない。

図表1が示している業績の低迷、急激な人員減と、図表2が示している外様経営者の歴任を並べてみると、業績低迷による企業価値を毀損する要因は、従業員の経営者に対する不信ではないかということである。

一般的に、社外から就任した経営者が、業績を悪化させ、それが原因で、長く席を共にした同僚の70%が退社したとすれば、予想できることは経営陣に対する不信であり、従業員の心の疲弊である。

この従業員の心の疲弊は客観的な数値データでは表せないが、この状況を的確に表現している、ある従業員のコメントがある。下記は、コスモ証券が企業改革に着手するに際し、社内のヒアリングを行ったときの、ある従業員のコメントある。

『住んでいるマンションで、恥ずかしくて主人が何処の会社に勤めているか言えない。』と家内がこぼしている。』

このコメントは、野村證券の前身である野村徳七商店から生まれた老舗証券会社の誇りが、従業員の心から失われていることを感じさせる言葉である。当時の従業員の気持ちを的確に表現した言葉であろう。

一方、当時、森山社長は、野村不動産常務取締役ではあったが、その社長就任は、それまでの天下りの就任ではなかった。彼のコスモ証券の社長就任には、1人のコスモ証券の取締役が、大きな役割を果たした。彼は、自社の将来を案じ、当時、野村不動産常務であった森山氏に社長就任を依頼した。このことが、ことの発端である。そのコスモ証券取締役は、森山氏の社長就任への意思を確認後、親会社や株主に賛同を求めた。つまり、森山

社長は、親会社や株主が天下りの送り込む経営者ではなかった。彼は、コスモ証券に望まれた経営者であった。

#### 4. コスモ証券の企業改革後の企業価値

コスモ証券は、2003年の森山氏の社長就任後、中経委員会が中心となり、企業改革推進の柱となる3ヵ年（2004年度、2005年度、2006年度）の中期経営計画を作成した。この中期経営計画に基づく企業改革は、一定の成功を収めた。

現在、東京証券取引所第1部（以後、「東証1部」という。）には、19社の証券会社が上場している。そのなかで、コスモ証券と比較するに際し、規模的に大きな違いがある野村證券をはじめとする大手証券会社と、事業内容に違いのあるインターネット取引を専業とする証券会社を除くと、コスモ証券の業容と比較できる証券会社は、コスモ証券を含め7社<sup>24)</sup>が相当と考えられる。

図表3及び図表4は、企業改革前の2004年3月期から改革着手後の2006年3月期までの、上記7社の比較である。この3期間は株式市場の環境が良好で、多くの証券会社が好決算を発表した時期である。7社の企業価値を比較する上で、営業収益の変化率と従業員数の変化率を捉らえてみた。それは、企業価値を考察する上で、営業収益の変化率は企業業績を反映していると考えられること、また、従業員数の変化率は企業の人材の力を反映していると考えられるからである。

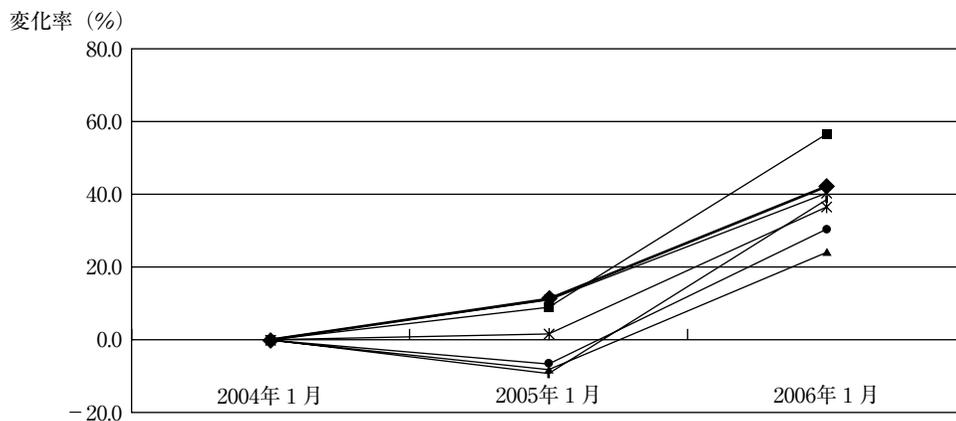
営業収益の変化率では、コスモ証券は、2005年3月期は10.9%の上昇で最も良い変化率であった。また、2006年3月期も42.1%と7社中2番目に良い変化率であった。また、従業員数の変化率でも、2005年3月期は7.2%、2006年3月期は17.5%と、2番目の従業員数増の変化が起こっている。この営業収入の変化率と従業員数の変化率が企業価値の向上を表していると仮定するならば、森山社長が推進した中期経営計画の企業改革は、一定の成功を収めたと言えるであろう。

以下において、この森山社長と中経委員会をはじめとする従業員が推進した企業改革の実際のデータから、コスモ証券の企業改革で生み出された、企業の見えない資産と企業価値創造の関係を検証していく。

図表2 コスモ証券の経営陣（代表者取締役）の推移（1993年～2006年）

時 期	役 職	代表者名	経 歴
1993年	代表取締役社長 代表取締役副社長 代表取締役専務 代表取締役専務 代表専務取常務	中野 博 金成圭章 吉川富三 上場孝継 松本昌也	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 大蔵省 ※コスモ証券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行） ※コスモ証券株式会社
1994年	代表取締役社長 代表取締役副社長 代表取締役専務 代表取締役専務 代表取締役専務 代表取締役専務	中野 博 金成圭章 上場孝継 松本昌也 村上朝昭 丸屋哲雄	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 大蔵省 株式会社大和銀行（現りそな銀行） ※コスモ証券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行） 日本生命保険相互会社
1995年	代表取締役社長 代表取締役副社長 代表取締役専務 代表取締役専務 代表取締役専務 代表取締役専務	中野 博 金成圭章 松本昌也 村上朝昭 丸屋哲雄 野々山浩	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 大蔵省 ※コスモ証券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行） 日本生命保険相互会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
1996年	代表取締役社長 代表取締役副社長 代表取締役副社長 代表取締役専務 代表取締役専務 代表取締役専務	中野 博 松本昌也 村上朝昭 丸屋哲雄 野々山浩 立川正之	株式会社大和銀行（現りそな銀行） ※コスモ証券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行） 日本生命保険相互会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行） ※コスモ証券株式会社
1997年	代表取締役会長 代表取締役社長 代表取締役副社長 代表取締役副社長 代表専務取締役	中野 博 村上朝昭 丸屋哲雄 立川正之 野々山浩	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 株式会社大和銀行（現りそな銀行） 日本生命保険相互会社 ※コスモ証券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
1998年	代表取締役社長 代表取締役副社長 代表取締役副社長 代表専務取締役	村上朝昭 丸屋哲雄 立川正之 石井秀明	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 日本生命保険相互会社 ※コスモ証券株式会社 株式会社野村證券
1999年～2002年	代表取締役社長 代表専務取締役	村上朝昭 石井秀明	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 野村證券株式会社
2003年	代表取締役会長 代表取締役社長 代表専務取締役 代表常務取締役	村上朝昭 森山治彦 北村尚信 本橋 隆	株式会社大和銀行（現りそな銀行） 野村證券株式会社 野村證券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
2004年	代表取締役社長 代表専務取締役 代表常務取締役	森山治彦 北村尚信 本橋 隆	野村證券株式会社 野村證券株式会社 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
2005年～	代表取締役社長	森山治彦	野村證券株式会社

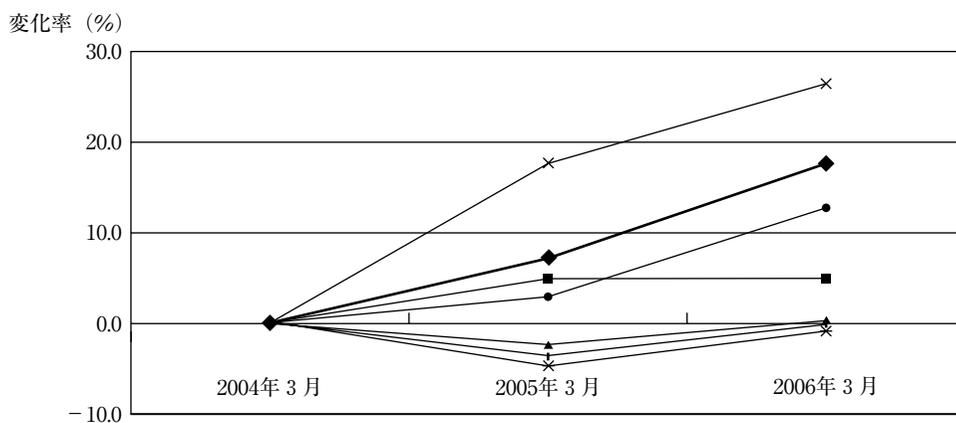
有価証券報告書を参考に筆者作成



	2004年 3月	2005年 3月	2006年 3月
◆ コスモ証券	0.0 %	10.9 %	42.1 %
■ 岩井証券	0.0 %	09.1 %	57.2 %
▲ 極東証券	0.0 %	-7.6 %	24.9 %
× いちよし証券	0.0 %	10.8 %	40.2 %
* 水戸証券	0.0 %	2.3 %	37.3 %
● 東洋証券	0.0 %	-6.2 %	31.0 %
† 丸三証券	0.0 %	-9.0 %	38.9 %

有価証券報告書を参考に筆者作成

図表 3 営業収益の変化率 (2004年~2006年)



	2004年 3月	2005年 3月	2006年 3月
◆ コスモ証券	0.0 %	7.2 %	17.5 %
■ 岩井証券	0.0 %	5.0 %	5.0 %
▲ 極東証券	0.0 %	-2.4 %	0.4 %
× いちよし証券	0.0 %	17.6 %	26.5 %
* 水戸証券	0.0 %	-4.7 %	-1.0 %
● 東洋証券	0.0 %	2.8 %	12.6 %
† 丸三証券	0.0 %	-3.7 %	-0.5 %

有価証券報告書を参考に筆者作成

図表 4 従業員数の変化率 (2004年~2006年)

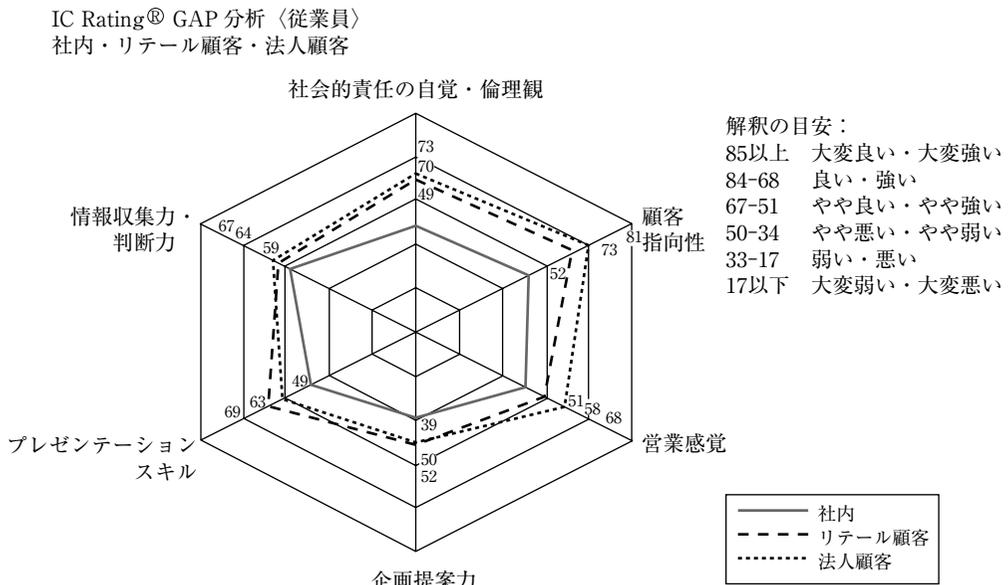
### Ⅲ 研究企業の改革とその問題点

本章では、コスモ証券の企業改革を検証する。実際に、コスモ証券はどのような改革を行ったか、その手法や考え方を紹介していく。また、その企業改革を通して噴出した、改革に立ちはだかった様々な抵抗にも触れていく。

#### 1. 中期経営計画の作成と知的資本評価（IC Rating®）

森山社長と中経委員会は、企業改革の柱となる中期経営計画の策定に際し、最初に留意したことは、これから着手する改革に、組織や従業員が本当に耐えられるかどうかであった。特に、森山社長は、それまでのコスモ証券の経営状態から察し、組織や従業員の心の疲弊を感じ取っていた。

そこで、中経委員会が最初に着手したことは、知的資本評価（IC Rating®）であった。これは、企業内に隠れている、見えないものを理解する評価方法である。中経委員会は、知的資本評価（IC Rating®）を通して、一定の客観性のもと、コスモ証券自身を理解することからスタートさせた。



出所：コスモ証券知的資本評価資料より

図表5 知的資本評価（IC Rating®）

知的資本評価 (IC Rating®) は、スウェーデンのスカンディア生命が1990年頃から導入した経営手法である。基本的な考え方は、仮説を基に企業の内外のステーク・ホルダー<sup>25)</sup>にインタビューを行い、企業内に存在する企業の見えない資産を可視化 (評価) するというものである。中期委員会は、約2ヵ月を掛け、コスモ証券の見えない資産の可視化 (評価) に取り組んだ。森山社長、中経委員会は、この知的資本評価を通して、コスモ証券に隠れていた幾つかの見えない資産の状態に気付くことができた。

この評価を通して、森山社長や中経委員会が注目したことは、図表5で示されているような従業員の見えない資産の現状であった。

これは、リテール顧客 (主に個人顧客)、法人顧客 (主に機関投資家) と従業員との、幾つかの項目に関する認識のギャップ (隔たり) を調査したものである。調査項目は、「社会的責任の自覚・倫理観」「顧客指向性」「営業感覚」「企画提案力」「プレゼンテーションスキル」「情報収集力・判断力」である。知的資本評価 (IC Rating®) の結果、全ての項目で、社員自ら考えている自社の評価より、法人・個人を問わず、社外の顧客の評価が高い結果となった。それは、大企業に見られがちな、従業員が考えている自らの評価より、社外からの評価が低いケースと異なり、自らが描いている自らの姿より、社外の人たちの評価が高いという、非常に興味深い結果となった。

森山社長や中経委員会は、この従業員に対する知的資本評価の結果を、コスモ証券の見えない資産と捉えた。そして、彼等は、大胆な企業改革に取り組んでも、十分に耐えていける人材や組織の価値を認識した。森山社長と中経委員会は、この結果を踏まえ、中期経営計画を作成した。

## 2. BSC (Balanced Scorecard) の導入

コスモ証券は、中期経営計画を定着させるため、BSC (Balanced Scorecard) を導入した。

コスモ証券では、BSC 定着のため、人事部内に BSC 推進室<sup>26)</sup>を設置した。BSC 推進室は、各支店、部署をまわり、BSC 定着の指導を行っていった。また、BSC 推進室は、BSC を定着させるため、BSC を日誌のかたちに作り変えた。BSC を日誌化することは、過去、日本の BSC 導入企業では初めてのケースである。コスモ証券では、毎日、従業員各々が、日誌として触れることができる BSC を作り出しているのである。

現在、コスモ証券では、全従業員が日誌化された BSC を業務に利用している。

### 3. 企業改革とその問題点

コスモ証券の企業改革は、中期経営計画を基にBSCを取り入れ、実行された。2004年3月期は、株式市場の活況も手伝い、コスモ証券の業績は回復し（図表1参照）、一見、この企業改革は、順調に進んでいるかに見えた。しかし、業績の回復とは裏腹に、この企業改革は、思わぬ問題に直面することになる。それは、社内の一部から吹き出る、企業改革への反発である。図表6は、その時、インターネットに掲載された、書き込みの一部である。当時、毎日のように、同様の書き込みが、インターネット上に行われていた。明らかに、企業内に改革への反発という病巣が、根を張り始めていた。

このような改革への反発が勃発する原因は、コスモ証券という会社が積み重ねてきた特殊な状況にあると考えられる。図表2で指摘したが、コスモ証券の経営陣は、生抜きの経営者が中心となってこなかった。絶えず、経営陣は、社外の大株主等から就任するという、天下り体質の企業であった。その社外から就任した経営陣の下、長年一緒に働いた仲間の数が約70%も減少したとすれば、2003年当時、従業員の経営者への不信は頂点に達していたと予想される。従業員の心は、疲弊していたのである。その結果が、インターネットへの書き込みという事象として現れた（図表6）。それは、コスモ証券の改革には大きな障壁が待ち構えていたことになる。

しかし、森山社長や中経委員会は、そんな反発があっても、改革の手を一切緩めなかった。それどころか、企業改革を成功させるため、徹底した行動を示していった。幹部社員の休日返上の研修を何回も何回も諦めることなく行い、意識改革の徹底に努めた。また、従業員を対象とする「コスモ塾」なる任意の意識改革の研修もスタートさせた。森山社長や中経委員会は、ひるまなかった。彼等は、インターネットに書き込まれるような反発に影響されることなく、企業改革を徹底していった。

図表6 インターネットに書き込まれた改革への不満

〈Yahooの掲示板のある書き込み〉

題名：会社を私物化

私も同感です。社長のお知り合いのコンサルタント会社に数千万のお金  
中国旅行もN村関係会社にお金落としたそうです。

特定の人（働かない部長クラス）を170人も連れて行き何考えていますか？

社員にたとえ数万でも出せばもっといい会社になります。社長の周りの人ばかり潤って終わり  
です。多くの社員がやる気を失ってることわかりますか

N村関係の私的人脈を使って会社を食い物にしないでください。

不正なうわさ絶えませんか

社長 お願いします 辞めてください

#### IV 企業改革に関する社内調査の分析と見えてきた企業価値創造を創造する新たな企業の見えない資産

本章では、コスモ証券のBSC推進室が行った独自の社内調査を分析し、仮説を導出していく。コスモ証券は、企業改革の推進において、前述したような社内の反発を受けた。しかしながら、彼等は、その反発にひるむことなく、一層の改革を推し進めていった。その結果、企業改革は一定の成功を収めた。BSC推進室は、この一定の成功を受けて、2006年、BSC定着に関する社内調査を行った。

本章では、このBSC定着の社内調査に基づき、コスモ証券の企業改革の成功要因に迫る。特に、コスモ証券のどのような見えない資産が企業価値の創造に繋がっていったか、新たな企業の見えない資産について検討する。

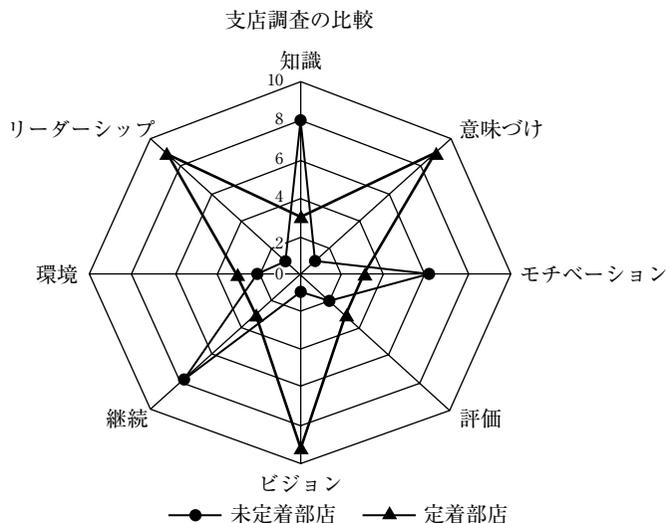
##### 1. 社内調査の方法

コスモ証券のBSC推進室は、2006年にBSCの定着に関する社内調査を行った。調査方法は、BSC推進室のスタッフが、全営業店31店舗に直接出向き、無作為にインタビューを行った。BSC推進室は、そのインタビューで得た各種のコメントを、インタビュー内容の傾向を整理するため8種類に分類した。その8種類の項目とは、下記である。

- 「知識」：BSCに関する知識を有しているか。
- 「意味付け」：BSCを導入する意味付けを理解しているか。
- 「モチベーション」：BSCを導入するモチベーション（動機付け）はあるか。
- 「評価」：BSCと人事評価の関係を理解しているか。
- 「ビジョン」：コスモ証券のビジョンを理解しているか。
- 「継続」：BSCを継続する必要性を理解しているか。
- 「環境」：BSCを導入する現場の環境（サポート体制）は整っているか。
- 「リーダーシップ」：BSC導入に関して現場のリーダーシップは発揮されているか。

BSC推進室は、その分類された項目に関して、BSCが定着している部店と定着していない部店との傾向を比較した。図表7は、BSCの定着店と未定着店とを比較したものである。

この比較から、幾つかの興味深いことが読み取れる。例えば、定着店と未定着店では



出所：コスモ証券 BSC 推進室資料より

図表 7 BSC 定着部店と未定着部店の傾向の比較

「知識」「意味付け」「ビジョン」「継続」「リーダーシップ」の5項目の点で大きく異なる。

しかし、この比較の結果を、単なる数字間の差異として表面的に分析することは、必ずしも適切ではない。すなわち、コスモ証券から得られたこのデータは、統計学的な検証を経ていないからである。そのため、このデータを深く分析するには、このデータを作成した人へのインタビューがきわめて重要と考え、このデータを作成した BSC 推進室長にインタビューを行い、分析を行っていった。

## 2. 企業改革に関する社内調査の分析と見えてきた企業価値を創造する新たな企業の見えない資産

BSC 推進室長とのインタビューは、BSC 定着店と未定着店の調査結果で、大きな相違が見られた5項目「知識」「意味付け」「ビジョン」「継続」「リーダーシップ」について詳しくヒアリングが行われた。

- ① 「知識」：この差異は、非常に興味深い。何故なら、BSC の導入の方法やその内容の知識が豊富でも、定着に繋がっていない。むしろ、知識がないこと、つまり、先入観を持たずに BSC を導入している支店のほうが、BSC の定着に繋がっている。
- ② 「意味付け」：なぜ、BSC 導入が必要かを、現場で議論している支店は、定着に成功している。

- ③ 「ビジョン」：自社の将来のあるべき姿（進む方向性）を共有するよう心がけている現場では、BSCの定着が進んでいる。
- ④ 「継続」：継続する必要性を感じていても、実際の行動に出なければ、何の意味も持たない。実際の行動が必要である。
- ⑤ 「リーダーシップ」：「意味付け」にも共通することであるが、現場において、BSC導入を先導するリーダーの存在が大きい。このリーダーの有無が、BSC定着の成否を分けている。

BSC推進室長は、このデータを上記のように分析し解釈していた。しかし、彼が、この全支店の調査で最も注目したものは、実はこのデータだけでなく、このデータに隠れた、全く別のことであった。それは、彼が、BSC定着店のヒアリングで認識したことである。

室長は、「リーダーシップ」「意味付け」「ビジョン」がBSC定着店の成功要因ではあるが、これ以上に、BSCを定着させている成功要因は、『「しつこさ」』『継続する力』が存在することだ」と指摘している。彼は、この点に関し次のようなコメントを残している。

『「意味付け」「リーダーシップ」「ビジョン」は、確かにBSCの定着、ひいては戦略の実行には大切である。しかし、もっと重要なことは、その「意味付け」をしつこく行ったり、「リーダーシップ」を継続的に発揮したり、また、「ビジョン」を現場で繰り返して伝えていくことである。実は、企業にとって重要なものは、この「しつこさ」「継続する力」ではないか。』

この、BSC推進室長のコメントは、企業の見えない資産を研究する上で、非常に重要だと考えられる。何故なら、「意味付け」「リーダーシップ」「ビジョン」などの概念は、これまでのナレッジ・マネジメントの研究ではよく取り上げられていた。しかし、「しつこさ」「継続する力」は、これまでの研究において、あまり触れられていなかった概念だからである。

コスモ証券は、この企業改革を通して、一定の企業価値を創造することに成功した。このコスモ証券のケースから得られたことは、実は、企業の見えない資産のなかに、この「しつこさ（執拗）」と「継続の力」という、新たな企業の見えない資産が存在すると考えられることである。現在、この新たな企業の見えない資産の存在は、仮説の段階ではある。しかし、更なる研究や検証を進めていくに値するものと考えている。

## V 仮説の考察

本章では、先行研究の考察や仮説の、新たな展開について論じていく。まず、前章で論じた「しつこさ（執拗）」や「継続の力」に類似した概念を取り上げている先行研究について触れる。これまでの研究のなかで、これら「しつこさ（執拗）」や「継続の力」等の概念が、どのように触れられている研究を紹介し、この仮説の位置付けを確認する。その後、この仮説の新たな展開を論じていく。

### 1. 先行研究の考察

企業経営において「しつこさ（執拗）」の類似の概念の重要性に関しては、ハーバード・ビジネス・スクールのパンカジャ・ジェマワット（Pankaj Ghemawat）<sup>27)</sup>が触れている。しかし、ジェマワットは、ナレッジ・マネジメントや会計学の研究者ではない。ジェマワットは、戦略の研究者である。

ジェマワット（1991）は、彼の著書『コミットメント』のなかで、コミットメントには、「しつこさ（persistence）」のような傾向がある、と定義している<sup>28)</sup>。ジェマワットは、戦略の実行における「しつこさ」の重要性を主張している。しかし、彼は、「しつこさ」が、企業の資産であると主張していない。彼の主張は、あくまで、戦略上、コミットメントにおける重要な性質の1つとして捉えているに過ぎない。

本研究では、「しつこさ（執拗）」が企業の資産であると位置付けており、ジェマワットの主張とは異なる。

また、早稲田大学ビジネススクールの遠藤（2006）も同様の主張をしている。遠藤は、著書『ねばちっこい経営』<sup>29)</sup>のなかで、茨城地方の方言を用いて「粘り強い（ねばちっこい）」ことが組織には重要であると主張している。また、同時に「継続する」ことの大切さも主張している。

しかし、遠藤の主張は、生産性を向上させる現場に根付いた主張であり、ナレッジ・マネジメントの延長線上のものではない。したがって、この研究で主張する、「しつこさ（執拗）」や「継続の力」が企業の資産であるとする立場とは、大きく異なっている。遠藤の主張は、生産性の研究の延長にあり、資産の議論とは大きく異なっている。

重複になるが、この研究では、「しつこさ（執拗）」や「継続の力」の位置付けは、あくまで企業の見えない資産であるとしている。何故なら、「しつこさ（執拗）」や「継続の力」は、組織や人が作り出したものであるからである。この見えない資産が、企業の価値創造

において、重要な役割を果たす資産とする仮説であり、戦略の研究や生産性の研究とは、一線を画している。

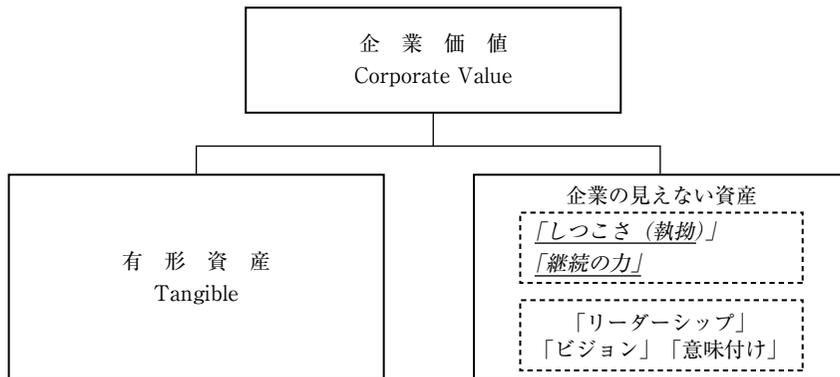
## 2. 仮説の導出と考察

コスモ証券のケースから見えてきた、「しつこさ（執拗）」や「継続の力」を企業の見えない資産と位置付け、仮説の導出のため整理を行ってみた。

図表8は、スヴェイビィ<sup>30)</sup>が示した、企業価値の市場価値のカテゴリーを参考に作成した。スヴェイビィは、インタangible・アセット・モニター（Intangible Asset Monitor）を提唱する研究者で、企業価値は、有形資産と無形資産で構成されると定義している1人である。また、スヴェイビィは、無形資産は、従業員のコンピタンス（Employee competence）、内部構造（Internal structure）、外部構造（External structure）の3種類の資産で構成されると位置付けている。

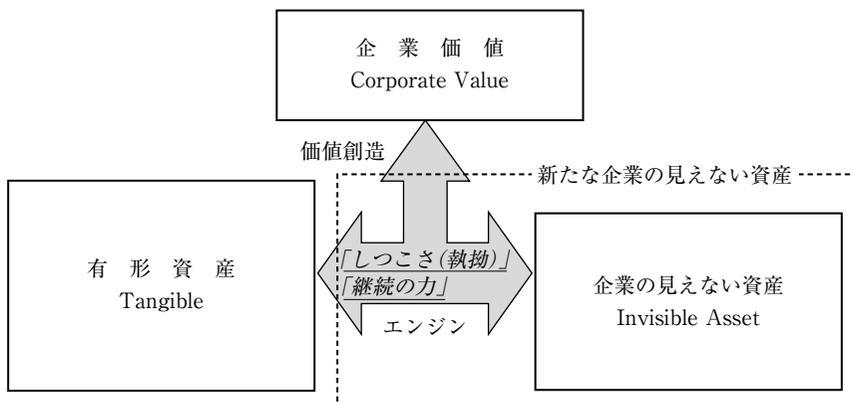
図表8では、企業の見えない資産を構成するものを、「リーダーシップ」「意味付け」「ビジョン」のグループと「しつこさ（執拗）」「継続の力」とグループの2つに分類している。それは、このコスモ証券のケースを通して、「リーダーシップ」「意味付け」「ビジョン」を支えるものとして、「しつこさ（執拗）」「継続の力」の存在が明らかになっており、また、それらは異質の存在と考えられるからである。つまり、これらの2つのグループは、同じ企業の見えない資産でありながら、異なった性質を持つ異なった種類の資産と言える。

また、図表8に更なる考察を加えると、「しつこさ（執拗）」「継続の力」は、有形資産や企業の見えない資産から価値創造するエンジンの役割を担っているのではないかと考え



出所：スヴェイビィのモデルを参考に筆者作成

図表8 コスモ証券のケースから見る企業の見えない資産と企業価値創造の関係



出所：スヴェイビのモデルを参考に筆者作成

図表9 コスモ証券のケースから見る有形資産、企業の見えない資産、企業価値創造の関係（仮説）

られる。それは、ダイナミックな性質を有した資産ではないだろうか。

図表8は、「しつこさ（執拗）」や「継続の力」を価値創造のエンジンの役割をする企業の見えない資産とし、また、ダイナミックな性質を持った資産と仮定した場合の、有形資産、企業価値創造の関係を示したものである。「しつこさ（執拗）」、「継続の力」は、企業の有形資産と企業の見えない資産から企業価値を創造する、エンジンのような役割ではないであろうか。

今後、この「しつこさ（執拗）」、「継続の力」が、企業価値創造において重要な資産であり、また、企業価値を創造するエンジンのようなものであるという仮説は、少なくとも2つの検証が必要である。

その1点は、今まで企業を成長させた経験のある経営者や実務家は、「しつこさ（執拗）」「継続の力」が企業の成長に本当に重要な資産であると考えた経験があるか。また、表現は異なるが、価値創造のエンジンと類似の概念を、彼等は、企業の成長過程で感じ取っていたか。実際の検証を通して、更なる、研究を行っていく必要がある。

次に、企業価値を創造するエンジンのようなものは、この「しつこさ（執拗）」、「継続の力」の2つだけなのであるだろうか、という疑問である。推測ではあるが、企業価値を創造する新たな企業の見えない資産は、この2つの他にも存在すると考えられ、更なる検証が必要である。

今後、企業の見えない資産と企業価値創造の関係を、新たな視点で掘り下げていく予定である。

## 最後に

今回の、コスモ証券のケースは、筆者にとって1つの発見に基づく新たな展開に繋がる非常に重要な研究と言える。何故なら、企業価値を創造する、新たな企業の見えない資産を論じられたからである。

今回、森山社長や中経委員会は、スウェーデンで生まれた知的資本評価 (IC Rating®) やスカンディア生命で生まれたBSCを利用し、企業改革に着手した。しかし、知的資本評価 (IC Rating®) やBSCの概念やサービスには、「しつこさ (執拗)」「継続の力」の認識は一切ない。改革をサポートしたアクセル社の分析結果にも、「しつこさ (執拗)」「継続の力」の認識は一切ない。つまり、「しつこさ (執拗)」「継続の力」はあたりまえのようであるが、実は、これらは、企業価値を創造する、新たな企業の見えない資産である。

本研究は、森山社長はじめ多くのコスモ証券の方々に、多大なご協力を頂いた。この場を借りて、深く御礼を申し上げたい。この研究で得られた、企業の価値創造に繋がる新たな企業の見えない資産＝「しつこさ (執拗)」「継続の力」という仮説に、更なる研究を重ね、発展させていくことが筆者の責務と考える。

### 注

- 1) We are not concerned here with the differences of meaning in Intellectual Capital, Intellectual Assets and Invisible assets.
- 2) The study for knowledge management approach by Edvinsson, Malone, Sveiby.
- 3) The study for accounting approach by the authority of Hanado, Lev, Stewart.
- 4) International Organization for Standardization.
- 5) 本研究では、知的資本 (Intellectual Capital), 知的資産 (Intellectual Asset), 企業の見えない資産とは同様の意味と捉えており、それらの総称の相違を言及しない立場である。
- 6) Edvinsson, Malone, Sveiby 等が行っている知的資本の概念に基づく研究アプローチ。
- 7) 花堂, Lev, Stewart に代表される会計学のエキスパートの研究アプローチ。
- 8) 国際標準化機構 (International Organization for Standardization)。
- 9) Kaplan, Robert S. and David P. Norton. (1992) "The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance." *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 1, January-February 1992, pp. 71-79.
- 10) Navigator Framework.
- 11) <http://www.actcell.com/>
- 12) <http://www.skandia.com/>
- 13) Leif Edvinsson. ルンド大学教授
- 14) 愛知大学准教授
- 15) Discount Cash flow.
- 16) Calculated intangible value.
- 17) 当時は、大日本帝国と称していた。
- 18) 1904年2月に日露戦争が勃発し、翌年の1905年9月のポーツマス条約調印で終戦。

- 19) 1904年（明治37年）野村徳七商店，1917年（大正6年）株式会社野村徳七商店，1923年（大正12年）株式会社大阪屋商店，1943年（昭和18年）株式会社大阪屋証券，1986年（昭和61年）株式会社コスモ証券と社名は変更されている。
- 20) 元野村証券取締役・元野村不動産常務取締役。
- 21) 経営企画部，営業企画部等が中心となった委員会。
- 22) 就任は2003年6月。
- 23) 本研究では，有価証券報告書をベースに議論している。
- 24) コスモ証券，極東証券，いちよし証券，水戸証券，丸三証券，岩井証券，東洋証券（順不同）。
- 25) 利害関係者。ここでは，顧客，経営者，従業員，サプライヤー等を意味している。
- 26) 正式名は人事部 BSC 推進室
- 27) <http://pine.hbs.edu/external/facPersonalShow.do?pid=6460>
- 28) Pankaj Ghemawat (1991) *Commitment, The Dynamic of Strategy*, The Free Press.
- 29) 遠藤功（2006）『ねばちっこい経営』東洋経済新報社。
- 30) <http://www.sveiby.com>

### 参考文献

#### 和文

- コスモ証券株式会社社史編纂室（1998）『コスモ証券70年史』大日本印刷株式会社  
 コスモ証券株式会社有価証券報告書（1993年-2006年）  
 コスモ証券知的資本評価（IC Rating<sup>®</sup>）資料  
 コスモ証券 BSC 推進室資料  
 二村隆章・岸宣仁（2002）『知的財産会計』文藝春秋  
 遠藤功（2006）『ねばちっこい経営—粘り強い「人と組織」をつくる技術』東洋経済  
 船橋仁（2007）『知的資本とその活用』早稲田大学学位論文  
 ロバート・S・キャプラン，デビット・P・ノートン共著（2003）。吉川武男訳『バランス・スコアカード』生産性出版

#### 英文

- Andriessen, Daniel. (2004) “*Making Sense of Intellectual Capital: Designing a Method for the Valuation of Intangibles*”. Elsevier Butterworth-Heinemann.
- Copeland, Tom, Tim Koller and Jack Murrin (2000) “*Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, 3/Edition*”, McKinsey & Company, Inc. (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価：価値創造の理論と実務』ダイヤモンド社)
- Edvinsson, Leif, S. and Malone Michel. (1997) “*Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Roots*”. Harper Business.
- Ghemawat, Pankaj. (1991) “*Commitment-The Dynamic of Strategy*”, Free Press.
- Kaplan, Robert S. and David P. Norton. (1992) “The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance.” *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 1, January-February 1992, pp. 71-79.
- Stewart, Thomas A. (1997) “*Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations*”. Nicholas Brealey Publishing Ltd.
- Sullivan, Patrick H. (2000) “*Value — Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate assets Into Market Value*”. John Wiley & Sons, Inc.