論　文

不況環境下でのリトレンチメント（再生）戦略と企業業績の関係

――2008年米国発大不況下の日米機械製造企業のケース――

並木伸晃*

Ⅰ　はじめに

業績不振に陥った企業が，どのようなステップを踏んで再生するかは，過去数十年間にわたり研究されている（e.g., Sudarsanam and Lai, 2001）。これらの研究は，通常マクロ的環境の大変化（例えば，大不況）がない状況で業績不振に陥った企業の再生を対象にしている。不況のような突発的な出来事が企業を業績不振にした時，どのような再生戦略を取るべきか，は殆ど研究されていない。

今までの米国企業の研究では，典型的なターンアラウンド戦略は次のようになる。再生を果たす米国企業の典型的な戦略行動は，資産やコストの削減を中心とした縮小行動を取り，業績を短期で回復させ，次に，新製品開発や新たな市場に参入するという拡大行動を図るというもの（e.g., Robbins and Pearce II, 1992）や，これらの戦略行動に加えて，事業ドメインや人事戦略を大幅に組み替えるという戦略の再構築を図って再生させるというもの（e.g., Barker III and Duhaime, 1997）が，主なものとされる。

これらの再生のPrescriptionは，通常の環境の中で業績不振に陥った企業にとっては有効であろうが，大不況によって業績不振に陥った企業には有効でない可能性がある。例えば，製品の人気のあるなしに関わりなく，不況によって需要が一挙に冷え込んでしまった場合である。市場規模が全体的に縮小してしまった場合には，その縮小した市場内でのシェアを上げようとするか，新しい市場を開拓するか，が重要になると考えられる。この状態でコスト削減（例：宣伝費の抑制）すれば，この企業の市場シェアが下がってしまう可能性がある。実際，マーケティングの分野では，長い間，不況の時に宣伝費や研究開発費を上げるべきか否かが研究されてきた（e.g., Srinivasan et al., 2005; Srinivasan et al., 2011）。しかし，戦略の分野では，不況時に研究開発費や宣伝費等を増やすべきか，減らすべきか，は殆ど研究されていない。

リーマン・ショックは，過去半世紀に起こった米国での不況と大きく違う。これまで米国で起こった不況の殆どは，短期間（約1年から2年間）で，しかも特定の産業，または地域に限っている不況が多かった。例えば，2001年の約1年間にわたったIT（情報技術）産業の不況である。

したがってこの研究の目的は，2008年の米国発の大不況で業績不振に陥った日米企業は，どのような再生戦略，特にコストとアセットのリトレンチメントをとると業績回復につながるかを検証することである。再生戦略の最初のステップのリトレンチメントに集中する理由は，まだ大不況勃発からあまり時間が経っていないので，3年間のデータしか手に入らないからである。また，この研究では，コスト・リトレンチメントをさらに細かく計測する。宣伝費，研究開発費，Capital Expenditures（資本支出）と従業員数をリストラクチャリング（つまり下げる）したほうが業績回復につながるか否かを，日米機械製造企業を対象にして研究した。

＊　なみき のぶあき　　立教大学経営学部教授

Ⅱ　過去の研究と研究仮説

1　再生戦略

ターンアラウンドの成功は，業績不振のリバーサル（反転）と定義される（Schendel et al., 1976）。その再生手法は，いろいろあるが，最初のステップはコストとアセットのリトレンチメント（削減）と言われる。

リトレンチメントの必要性，重要性は，米国の過去の文献で議論されている。リトレンチメントはコストやアセットの削減を行い，業績不振な部門を売却したりして，ビジネス活動を減らすことである（e.g., Barker III and Mone, 1994; O'Neill, 1986; Schendel et al., 1976）。それによって，再生のために必要な資金を手に入れる。その後，事業拡大や新規事業参入等に力を入れるのが，欧米では一般的な再生方法と考えられている。中には，業績不振後にリトレンチメントを行うことが，再生のための重要な第1ステップと検証した研究もある（Robbins and Pearce II, 1992）。

コスト・リトレンチメントは，コスト（費用）の削減であり，宣伝費や営業費，研究開発費，経営管理費，従業員の給料や福利費，利子等を含む。アセット・リトレンチメントは，資産の削減であり，工場の閉鎖，資産売却等を含む（Bruton et al., 2003; Morrow et al., 2004）。

米国で再生戦略の研究が始まった頃から，業績不振に陥った企業が，リトレンチメントを行えば，業績回復につながる，と考えられてきた（Hambrick and Schecter, 1983; O'Neill, 1986; Lang et al., 1995; Schendel et al., 1976）。実際に，米国企業を対象にした実証研究でも，正しいと検証されている（e.g., Robbins and Pearce II, 1992）。特に資産削減（主に売却）によって，キャッシュフローを上げることが重要とされている。企業業績を上げる活動のために，そのキャッシュフローを使うのである。では，米国で研究されてきた再生戦略が日本企業に当てはまるのであろうか？米国式経営手法と日本的経営手法はかなり違っている。

日本的経営の特徴は，終身雇用制，稟議制と年功序列による給料・昇進の決定である。日本的経営の必要条件は，会社の継続的な成長である。成長が続けば，終身雇用制と年功序列制は保たれるからである。

しかし，日本企業が業績不振に陥った場合の対応を調査した研究は少ない。Kang と Shivdasani が米国企業と比べて，日本企業ではコストやアセットのリトレンチメントや従業員の解雇は少ない，と報告し，リトレンチメントの度合いと業績回復の度合いの関係は正であると検証している（Kang and Shivdasani, 1997, p. 62）。企業は，やはり経済的事業であるので，同じような関係が日本企業にも存在すると考えられる。また，Gowen III and Tallon（2002）も，日米企業の業績不振に対するレスポンスには，あまり違いがないと報告している。

2　不況下のリトレンチメント

伝統的な企業再生戦略は，業績不振が数年間続いて弱りきった企業に適用されるものである。したがって，業績回復のために必要な現金を集めるためのコストとアセットのリトレンチメントがまず必要と考えられてきた。ターンアラウンドが必要な企業は，外部的問題（例えば，競争の激化，ブランドの弱体化，産業の衰退等）によって業績不振に陥る場合がある。また，内部的問題（Poor management による資源の非効率的な運用，赤字を出している部門の存在，不要な人材・資源の存在）が原因となっている企業もある。内部的問題により赤字を出し，現金が少なくなっている。また，業績不振に陥れば金融機関からも融資を受けられないかもしれない。だから，リトレンチメントが重要となる。

突発的な不況というのは，警告なしにやってくる。ということは，比較的業績が良い企業でも突然業績悪化に追い込まれてしまうのである。これらの企業は，主に不況による製品・サービスの需要低下に苦しむのである（e.g., Latham, 2009）。この場合，企業にとって重要なことは，全体的にコストを削減して，ある程度利益を確保すると同時に，不況によって低下した需要を取り戻すことである。もし，長期間市場のサイズが低下すると考え，競争相手が比較的弱っていると考えれば，競争相手の市場シェアを奪おうとする可能性が高い。

ということは，一般的なコストのリトレンチメント（削減）は必要だが，市場シェアを競争相手

から奪うのに必要なコストを増やせば業績は上がると考えられる。

コストの中で，戦略的コストと言われるのは，① 研究開発費，② 宣伝費，③ 資本支出である。特に宣伝費は効果が早くに出るので，市場シェアを取り戻すには役に立つ（Srinivasan et al., 2011）。残り 2 つ（研究開発費と資本支出）は，主に長期的投資となる。資本支出は固定資産の購入である。工場の生産設備を増やしたりするのに使われる。したがって，長期的に販売が伸びるという見込みがある場合のみ資本支出を行うことになる。研究開発費は，新製品の開発や，新生産工程の開発に使われるものである。その成果は，1，2 年間で出るものではなく，それ以上かかると考えられる。といっても，不況だからといって急に研究開発費を削ってしまうと，今までに蓄積した成果や知識が失われてしまう。したがって，この 2 つ（資本支出と研究開発費）は予測しにくい。コストの中で，比較的削減しやすいのは，人件費である。管理部門等で不要と考えられる従業員を削減すれば，コストを下げることができる。

アセットは，通常時のターンアラウンドの場合，不要な部分を売却し，現金に換えたほうが業績回復につながると考えられる（Morrow et al., 2004）。これと同じようなことが不況時にも起こると考えられる。不況に襲われた時不要な資産を処分して現金化し，将来に備えることは有効と考えられる。また，今回の大不況のように環境の不確実性が著しく増した時には，Prudent な行動となる可能性が高い。

したがって，次の研究仮説が構築される。

研究仮説 1：コストを削減する企業はコストを増やす企業よりも，業績が回復する。

研究仮説 1a：宣伝費を増加させる企業は，宣伝費を削減する企業よりも業績が回復する。

研究仮説 2：アセットを削減する企業が，アセットを増加させる企業よりも業績回復する。

Ⅲ 研究方法

サンプル企業は，日米の機械製造企業である。機械製造企業は，2008 年の米国発大不況で比較的大きな影響を受けた。1 つの産業に絞ることによって，産業の特質の違いからくるノイズを除去することができる。

2008 年度決算から 2009 年度決算の ROA が 2％以上下降した企業のうち，2008 年度決算の ROA が 4％以下の企業のみを抽出した。データベースは，グローバル Compustat と Financial NEEDS を用いた。米国では 124 社，日本では 164 社の企業が上記の条件にマッチした。

1 従属変数

企業の業績は過去の研究において，多く採用されている ROA（経常利益÷総資産）を使用した。また，売上高の増減も使用した。不況直後の下降期間内での業績の変化は，2008 年度の ROA から 2007 年度の ROA を引いたもので測定した。不況後の回復期の業績の変化は，2009 年と 2010 年の ROA から 2008 年の ROA を引いたもので測定した。売上高の変化は 2009 年と 2010 年の売上高から 2008 年の売上高を引き，2008 年の売上高で割ったもので測定した。

2 独立変数

コスト・リストラクチャリングは，過去の研究（Barker III and Mone, 1994; Robbins and Pearce II, 1992）と同じように，販売，ジェネラルと管理部門費プラス支払利子費の変化である。また，コストのコンポーネントとして研究開発費，宣伝費，マーケティング費，資本支出と従業員数の変化を用いた。

アセット・リストラクチャリングは，固定資産の動きを見たものである（Morrow et al., 2004）。具体的には，2009 年度決算の固定資産額から 2008 年度決算の固定資産額を引いたものを，2008 年度決算の固定資産額で割ったものである。他の変数も同じように測定した。

表 1　回帰分析結果　ROA の変化（米国企業）

	ROA 2009-2010						ROA 2009-2011					
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
コスト増減	−.06						−.14					
研究開発費		−.22						−.22				
宣伝費			−.06						.03			
販売費				−.04						−.08		
資本支出					.08						−.18**	
従業員数						−.03						−.06
アセット増減	.01	.19	.03	.01	−.05	−.02	−.05	.19	−.09	−.10	−.10	−.10
不況の厳しさ	.41***	.43***	.50***	.43***	.40***	.41***	.41***	.43***	.49***	.41***	.43***	.43***
スラック	.02	−.04	−.01	.01	−.03	−.01	.04	−.04	−.13	−.01	−.01	.01
企業規模	.13	.11	.33**	.36**	.03	.11	.11	.11	.19	.24*	.07	.10
R^2	.12	.12	.17	.14	.13	.11	.17	.12	.16	.13	.20	.15
F-Value	4.3***	3.9***	3.9***	3.6**	4.2***	4.0***	5.9***	3.9***	3.6***	2.8**	6.4***	5.1***

Notes: Level of significance: ***, p<.01; **, p<.05; *, p<.10.

表 2　回帰分析結果　売上の変化（米国企業）

	売上 2009-2010						売上 2009-2011					
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
コスト増減	−.17						−.20**					
研究開発費		.21						.25				
宣伝費			.04						.22**			
販売費				.24**						.25**		
資本支出					.11						−.03	
従業員数						.08						.02
アセット増減	.02	−.26	−.02	−.02	−.06	−.07	.01	−.31	−.05	−.08	−.07	−.08
不況の厳しさ	.33***	.38***	.45***	.49***	.39***	.37***	.29***	.35***	.44***	.42***	.34***	.33***
スラック	.17*	.08	.10	.09	.14	.13	.12	.06	−.02	−.07	.08	.07
企業規模	.08	.01	.23*	.36**	.12	.09	.12	.07	.12	.20	.14	.13
R^2	.14	.14	.14	.21	.13	.12	.11	.09	.14	.12	.08	.07
F-Value	5.1***	4.4***	3.2***	4.3***	4.5***	4.2***	3.9***	3.1**	3.3***	2.7**	2.9**	2.8**

Notes: Level of significance: ***, p<.01; **, p<.05; *, p<.10.

3　コントロール変数

コントロール変数は，不況からの影響度の厳しさ，スラック，企業サイズを用いた。過去の研究（Bibeault, 1982）では，業績不振に陥った厳しさが企業のターンアラウンドに影響するとされている。つまり，不況からのショックが強ければ強いほど，企業は真剣に，ターンアラウンドに取り組むと考えられるのである。この厳しさは，企業の経常利益が 2008 年度決算が赤字になったら 1，赤字にならなかったら 0，とコーディングした。また，企業が不況に突入する直前のスラック（資源の余裕度）も用いた。これは，流動資産を流動負債で割ったものを用いた（Bradley et al., 2011）。企業のサイズは従業員数を対数表示したものを用いた。

Ⅳ　結　　果

回帰分析結果は表 1・2（米国企業），3・4（日本企業）に示してある。米国企業では ROA の変化には，コスト，アセット・リストラクチャリングは関係がなかった。唯一の例外は資本支出の増減であり，負の相関が見られた。その反面，日本企業では ROA の変化にコスト・リストラクチャリングに強い負の相関が見られた。しかし，アセット・リストラクチャリングとの関係は見られなかった。

表 3　回帰分析結果　ROA の変化（日本企業）

	ROA 2009-2010						ROA 2009-2011					
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
コスト増減	−.05						−.21***					
研究開発費		−.02						−.02				
宣伝費			−.18						−.18			
販売費				−.01						−.11		
資本支出					−.01						.04	
従業員数						−.13						−.12
アセット増減	.02	0.01	.11	.06	.03	−.09	−.11	−.08	.03	.08	−.09	−.07
不況の厳しさ	.44***	.16**	.37**	.44***	.45***	.47***	.44***	.49***	.48***	.55***	.50***	.49
スラック	−.06	−.05	−.29**	−.06	−.06	−.03	.04	.09	−.28**	.06	.07	.22
企業規模	.06	.08	−.05	.03	.07	.08	.05	.06	−.07	.03	.06	.10
R^2	.18	.19	.19	.16	.18	.25	.28	.22	.34	.31	.24	.26
F-Value	8.1***	8.5***	3.3**	5.5***	8.0***	7.6***	12.8***	9.4***	5.2***	10.6***	10.5***	7.4***

Notes: Level of significance: ***, p<.01; **, p<.05; *, p<.10.

表 4　回帰分析結果　売上の変化（日本企業）

	売上 2009-2010						売上 2009-2011					
モデル	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
コスト増減	−.11						−.18**					
研究開発費		−.05						.13				
宣伝費			−.11						−.43***			
販売費				−.07						−.03		
資本支出					−.06						.01	
従業員数						.03						.09
アセット増減	.13	.09	.22	.19	.13	−.05	.04	.01	−.19	.10	.05	−.04
不況の厳しさ	.27***	.30	.36**	.31***	.29***	.37***	.05	.11	−.10	.18*	.09	.12
スラック	−.02	−.01	−.17	−.05	.01	.02	.09	.12	−.20	.12	.11	.14
企業規模	.09	−.05	−.03	.04	.08	.06	.20**	.19**	.19	.20**	.20**	.16
R^2	.07	.06	.14	.09	.06	.07	.05	.03	.16	.02	.02	.01
F-Value	3.3***	3.0**	2.5**	3.2***	3.0**	2.5**	2.6**	2.0*	2.7**	1.5	1.6	.99

Notes: Level of significance: ***, p<.01; **, p<.05; *, p<.10.

研究開発費，宣伝費，マーケティング費，従業員数の変化は，米国，日本企業の ROA の変化に殆ど関係がなかった。

売上高の変化に，アセット・リストラクチャリングは殆ど関係がなかった。その反面，日本，米国企業ともに，コスト・リストラクチャリングは，強い負の相関が見られた。コストを減らしたほうが業績（売上高の変化）が上がるのである。

しかし，研究開発費，宣伝費，マーケティング費と従業員数の変化と売上高の変化との関係は，日本企業と米国企業の間で違いが見られた。日本企業では宣伝費と売上高の変化の相関は強い負であった。その反面，米国企業では，宣伝費とマーケティング費は売上費の変化と強い正の相関が見られた。

したがって米国企業のデータ分析では，おおむね研究仮説 1，1a がサポートされた。日本企業では，研究仮説 1 がサポートされたが，仮説 1a はサポートされなかった。研究仮説 2 は日米企業，両方ともサポートされなかった。日米企業の分析で目立つものは，殆ど有意差のあった関係は 2009 年から 2011 年にかけての変化に見られたということである。ということは，2008 年度に行われた企業の行動（コストとアセットの増減）の効果は 1 年以上たって，2011 年に現れるということを示している。

コントロール変数では，企業規模が日本企業で弱いが正の相関があった。その反面，不況の影響

の厳しさは，日米企業でおおむね正の相関があった。スラックは，独立変数がマーケティング関係であった時にのみ米国企業で負の相関があった。また日本企業では，スラックは売上高の変化と正の相関が見られた。

V　ディスカッションと結論

仮説どおり，不況直後企業はコストを削減させたほうが，業績回復につながりやすかった。その傾向は，日本企業よりも米国企業により強く見られた。さらにROAの変化よりも売上高の変化のほうにより強く見られた。

コストの中の戦略的コンポーネントである宣伝費とマーケティング費は，米国企業では主に売上高の変化と正の相関が見られたが，日本企業では負の相関が見られた。不況の震源地の米国市場では市場の混乱が激しかったので，マーケティング費を上げた企業が市場シェアを上げた。しかし，震源地ではなかった日本市場ではマーケティング費を下げても，売上高が上がったかもれない。日本企業の売上高は不況直後には大きくマイナスになったものの，その後すぐに持ち直している。しかし，米国市場では売上高の下げ方は小さかったものの，市場のリバウンドが非常に遅かったから，と考えられる。

研究開発費，資本支出と従業員数では，日本企業も，米国企業も，殆ど無関係であった。さらに，アセットのリストラクチャリングも日米企業両方とも，業績回復につながっていなかった。

コントロール変数でも，日米企業ともにおおむね同じような関係が見つかった。赤字が出るほどに影響を受けた企業のほうが，強く反応するようで，業績が回復した。また，企業のサイズが大きいほうが業績回復につながっていた。日米の企業で，ほんの少しだが違っていたのはスラックと業績回復の関係であった。米国企業では正の相関が，日本企業では負の相関が見られた。スラックと業績回復の関係はあまり分かっていない。スラックとは余裕の資源である。余裕があれば，環境からのショック（つまり不況）があっても，ショックに耐えやすいと考えられるが，過去の実証研究では答えが出ていない（Latham and Braun, 2008）。つまり，余裕があるとかえって業績回復につながらないという研究結果も多くあるからである。この研究では，米国企業は余裕資源があったほうが，業績につながるという結果が出たが，日本企業はその反対であった。しかし，この相関は非常に弱く，特定の場合にしか結果が出なかったことを注記しておく。

日本と米国の企業文化や経営方式はかなり違っている。しかし，不況勃発後の行動パターン（リストラクチャリング）と業績回復の関係は非常に似ていた。2008年米国発大不況のようなショックが起きると，市場の違いを問わずに，同じような反応があるのかもしれない。将来の研究は，いろいろな国にある企業の再生行動と業績回復の関係を調べるべきである。また，この研究では，機械産業にフォーカスしたが，将来の研究は，他の産業も研究するべきである。

さらに将来の研究は時系列データを用いて調査すべきである。ただし，もう少し時間がたち，この大不況から立ち直ったという時期に研究すべきである。もっと多くの不況下のターンアラウンド研究が必要である。

参考文献

Barker III, V. L. and M. A. Mone (1994), “Retrenchment: Cause of Turnaround or Consequence of Decline?” *Strategic Management Journal,* 15(5): 395–405.

Barker III, V. L. and I. Duhaime (1997), “Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence,” *Strategic Management Journal,* 18(1): 13–38.

Bibeault, D. B. (1982), *Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers into Winners,* New York: McGraw-Hill.

Bradley, S. W., D. A. Shepherd and J. Wiklund (2011), “The Importance of Slack for New Organizations Facing ‘Tough’ Environments,” *Journal of Management Studies,* 48(5): 1071–1097.

Bruton, G. D., D. Ahlstrom and J. C. C. Wan (2003), “Turnaround in East Asian Firms: Evidence from Ethnic Overseas Chinese Communities,” *Strategic Management Journal,* 24(6): 519–540.

Gowen III, C. R. and W. J. Tallon (2002), “Turnaround Strategies of American and Japanese Electronics Corporations: How Do They Differ in Formulating Plans and Achieving Results,” *Journal of High Technology Management Research,* 13(2): 225–248.

Hambrick, D. C. and S. M. Schecter (1983), “Turnaround Strategies for Mature Industrial-Product Business Units,” *Academy of Management Journal,* 26(2): 231–248.

Kang, J-K. and A. Shivdasani (1997), "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan," *Journal of Financial Economics,* 46(1): 29–65.

Lang, L., A. Poulsen and R. Stulz (1995), "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion," *Journal of Financial Economics,* 37(1): 3–37.

Latham, S. (2009), "Contrasting Strategic Response to Economic Recession in Start-Up versus Established Software Firms," *Journal of Small Business Management,* 47(2): 180–201.

Latham, S. and M. R. Braun (2008), "The Performance Implications of Financial Slack during Economic Recession and Recovery: Observations from the Software Industry (2001–2003)," *Journal of Managerial Issues,* 20(1): 30–50.

Morrow Jr., J. L., R. A. Johnson and L. W. Busenitz (2004), "The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment," *Journal of Management,* 30(2): 189–208.

O'Neill, H. M. (1986), "Turnaround and Recovery: What Strategy Do You Need?" *Long Range Planning,* 19(1):80–88.

Robbins, D. K. and J. A. Pearce II (1992), "Turnaround: Retrenchment and Recovery," *Strategic Management Journal,* 13(4): 287–309.

Schendel, D., G. R. Patton and J. Riggs (1976), "Corporate Turnaround Strategies: A Study of Profit Decline and Recovery," *Journal of General Management,* 3:3–11.

Srinivasan, R., A. Rangaswamy and G. L. Lilien (2005), "Turning Adversity into Advantage: Does Proactive Marketing during a Recession Pay Off?" *International Journal of Research in Marketing,* 22(2): 109–125.

Srinivasan, R., G. L. Lilien and S. Sridhar (2011), "Should Firms Spend More on Research and Development and Advertising during Recessions?" *Journal of Marketing,* 75(3): 49–65.

Sudarsanam, S. and J. Lai (2001), "Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis," *British Journal of Management,* 12(3): 183–199.