

# 日本企業の再生戦略

並木伸晃

業績不振に陥った企業が、どのようなステップをふんで、再生するかは、過去数十年間、研究されている。しかし、その殆どが、米国企業を対象にしている。(e.g., Sudarsanam & Lai, 2001). 業績不振に陥ると、多くの米国企業は経済的観点から、コスト(費用)やアセット(資産)のリトレンチメント(削減)を行う。業績回復の見込みのない部門とか、主力製品とのシナジーが少ない部門とかを、縮小、または、廃止にする。それらの部門に関する資産等を売却して、資金を調達し、主力製品に力を入れ、再生を果たそうとするのが、典型的な再生戦略だと、言われている。業績回復には、コストやアセット両方のリトレンチメントが非常に有効な手段という研究結果が報告されている(e.g., Morrow, et al, 2004)。米国企業が業績不振に陥った際、素早くリトレンチメントやダウンサイジングを実行できる理由は、米国の雇用制度や慣習にある。

その反面、日本企業は、終身雇用といわれる雇用慣習を持っているので、社員の迅速な解雇は難しいと考えられる(e.g., Benson & Debroux, 2004)。実際、過去の研究でも、日本企業は米国企業と比べて、業績不振に陥った際に、リトレンチメントやダウンサイジングを実行するのは少ない、と報告されている(Kang & Shivdasani, 1997)。ということは、日本企業はリトレンチメントやダウンサイジングという重要な武器を使わずに、業績回復を実行しなければならないことになる。日本企業でリトレンチメント、ダウンサイジングをあまり行わないということは、業績不振に陥っても、コストやアセットを拡大し続ける企業もあるということになる。

日本企業にとって、コストやアセット(または、従業員)のリトレンチメントは、業績回復に重要なステップなのかを調査するのが、本研究の目的である。

本論文では、コストとアセットのリトレンチメント、または、拡大に焦点を当てる。日本では、リトレンチメントとは言わず、リストラと良く言われるが、ここでリストラという言葉を使わない理由は、リストラは、リトレンチメント(削減)という意味だけでなく、その他に色々な意味を含むからである。リストラは Restructuring の略で、この英語単語の本来の意味は、再編成や再構築である。削減という意味の他、業績の悪い部門の切捨てや転売、他企業の将来性のある部門の買収等の意味が含まれているから、厳格には、リストラとリトレンチメン

トは、同じ意味では無いのである。

## 過去の研究と仮説

### 企業再生とリトレンチメント

業績不振に陥った企業が、再生（ターンアラウンド）を達成するには、色々な手段やプロセスが考えられる。再生プロセスは、一般的に大きく分けて、4つのステージがある、とされている (e.g., Chowdhury, 2002)。 (図1参照)。

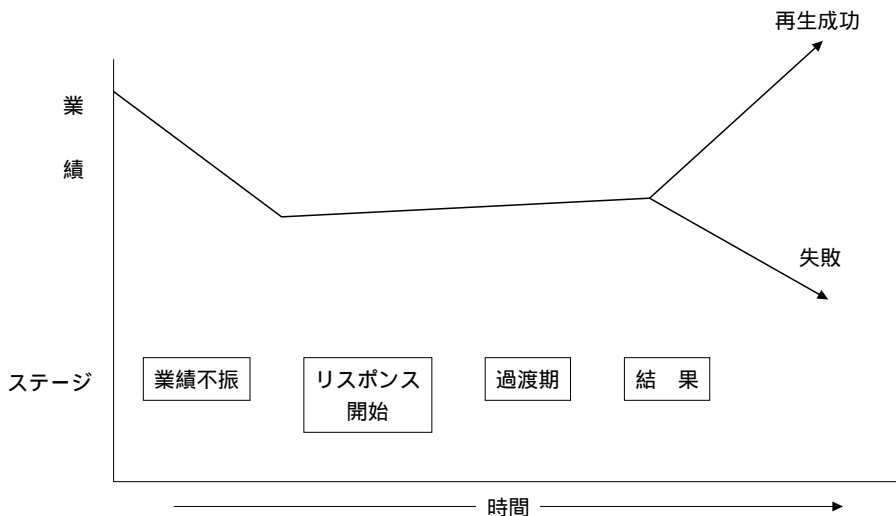
ステージ1：業績の悪化。何らかの原因で、企業業績が悪化。ステージ1での企業業績の悪化度が、後でのステージに影響することが判明している。(Hofer, 1980)。

業績不振の原因は、大きく分けて、(1) マクロ的、外的要因と (2) 企業内部要因がある。マクロ的、外的要因の例としては、業界や市場の全体の縮小がある。人害があると判明したアスベストやタバコの市場は、縮小傾向にある。また、日本市場のバブル崩壊後のデフレ、不景気も、この要因に当てはまる、と考えられる。

ステージ2：業績悪化に対するリスポンス (対応) の始まり。大きく分けて2つの違った反応がある。1つは、経費 (コスト) 削減や資産 (アセット) 売却等を行うリトレンチメント。もう一つは、事業拡大、新事業進出、海外市場進出等を含む拡大 (Expansion) 路線である (Robbins & Pearce II, 1992)。

ステージ3：リカバリー (過渡期の一つ。) この期間は、余り分かっていることは少ない。ステージ2で行ったアクションによって、このステージ3が決定されるからである。また、ステージ2のアクションの成功、失敗の結果によって、影響される (Robbins & Pearce II, 1992)。

図1：企業再生のステージ



ステージ4：結果（再生，または，失敗，倒産）。

業績不振に陥った企業が、業績を回復するには、大きく分けて2つの方法がある。一つは、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 (e.g., Barker & 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 & 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、従業員の給料や福祉費、利子等を含む。アセット・リストラクチャリングは、資産の削減であり、工場の閉鎖、従業員の解雇、資産売却等を含む (Bruton, et al., 2003; Morrow, et al., 2004)。

このコストとアセットのリトレンチメントのどちらに重点を置くかはステージ1の業績悪化の程度に影響されると考えられている (Hofer, 1980)。余り悪化度が高くないのは、主にコスト・リトレンチメントに、その反面、悪化度が高いのはアセット・リトレンチメントに力を置くべき、と考えられる (Morrow, et al., 2004)。

#### 日本的経営とリトレンチメント

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、昇進の決定と言われている。この経営システムが始まったのが、第2次世界大戦後のことで、まずは、給料が低くても、安定した職を提供するのが企業の役割と考えられたからである。それから、約40年間、日本経済は右肩上がりの高成長を続けてきた。特に最初の20年間は、高い成長率を維持できた。その好景気に助けられ、多くの日本の大企業は従業員の解雇を殆ど行わずにすんだのである。何度か不景気が訪れたが、大企業は、所属する系列グループ内の業績の良い企業に、一時的に社員を派遣したりして、社員の雇用を守ってきた。また、大企業では、子会社や関連会社等を作り、余剰社員の受け皿にしてきた (Sethi, Namiki & Swanson, 1984)。

1980年代では、日本企業は長期的展望にたって戦略を構築する、世界優良企業とか、賞賛された。さらには、世界の優良資産を買収したり、欧米企業を吸収合併をしたりした。この頃、日本的経営の優秀さが騒がれた。ところが、1980年代後半からの好景気がバブルであり、1990年頃に弾けてしまった。

バブルが弾け、多くの日本企業が、業績不振に陥ったのが、1990年頃である。長い間をかけて、再生した企業が出始めたのが、1990年代の後半である (Hirakubo, 1999)。

日本的経営の特徴の終身雇用制が業績不振に陥った時に、リトレンチメント（特にアセット）

を採用するのを妨げる、と考えられる (e.g., Chuma, 2002)。しかし、1990年代、日本企業が従業員の Layoff を始めたことも報告されている (Lee, 1997; Mroczkowski & Hanaoka, 1997)。日本的経営が、これほど長い (十数年以上) 不景気にさらされたことは、今まで無かった。従って、日本的経営の終身雇用制が、どのくらい従業員削減に影響するかは分からないのである。

#### 研究仮説

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 & Schecter, 1983; O'Neill, 1986; Lang et al., 1995; Schendel et al., 1976)。さらに、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 (Robbins & Pearce II, 1992)。

日本企業のリトレンチメントに関する研究は非常に少ない。Kang & Shivdasani (1997, p. 62) は、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。企業は、やはり経済的 entity 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, et al (2002) も、日米企業の業績不振に対するリスポンスには、余り違いが無いと報告している。さらに、従業員のリトレンチメントの過去の研究は非常に少ない。しかし、コスト・アセット リトレンチメントは、従業員の削減に殆ど自動的につながる。それで、従業員のリトレンチメントも、業績の回復につながる、と考えられる。従って、次の研究仮説が構築できる。

仮説 1 : リトレンチメントの度合いと、業績回復の度合いは正比例する。

業績不振に対する企業の反応は、不振度によって変わってくると考えられる (Hofer, 1980)。利益率が緩やかに落ちている場合、余り危機感を組織が感じない。ところが、創業以来初めての赤字を出したり、赤字を2期連続して出してしまうと、トップマネジメントに限らず、組織全体で危機感を共有出来る。そうなれば、普通時には考えられなかった資産の売却や、人員削減も実行できる、と考えられる。業績不振が余り深刻で無いのに、人員削減を実行すれば、組織内からの抵抗もあるだろうし、従業員のモラルにも影響がある (Robbins & Pearce II, 1992)。それで、業績不振の度合いによって、リトレンチメントのリスポンスが変わってくると推測される。従って、次の研究仮説が構築できる。

仮説 2a : アセット・リトレンチメントと業績回復の関係は、業績不振の度合いが高い時の方が強い。

仮説 2b : コスト・リトレンチメントと業績回復の関係は、業績不振の度合いが低い時の方が強い。

業績不振に陥り、リトレンチメントを実行した後は、元の好業績に戻るための何らかのリカバリー戦略をとらなければならない。そのリカバリー戦略には、次の2通りがあると考えられる (Hambrick & Schecter, 1983)。

- (1) 新しい事業を起こしたり、新製品を生み出したり、新市場の開拓、または、参入をする起業家的成長戦略。
- (2) リトレンチメントの後に、さらに企業の効率化を図る事によって、利益率を上げてゆく低コスト化、効率化戦略である。

どちらかを取るべきか、は業績不振の原因に影響されると考えられる。内的要因 (e.g., トップマネジメントの問題、過多の多角化等) が主な理由ならば、市場・業界に問題が無いので、リスクの高い新事業進出等の拡大戦略は取らなくても良い、と考えられる (Robbins & Pearce II, 1992)。その反面、マクロ的、外部的要因 (不景気やら業界全体の不振) が原因ならば、既存市場は縮小しているので、新市場・事業に進出しなければ、企業の業績不振・衰退は免れない。それで起業家的成長戦略をとると考えられるのである。米国企業のサンプルでは、この説がサポートされている (Robbins & Pearce II, 1992)。

多くの日本企業の業績不振の原因は、1990年に始まったバブル崩壊で、マクロ的な市場の縮小が主であると考えられる。また、1990年頃に、業績不振に陥った日本企業92社を対象として研究した Kang & Shivdasani (1997) では、76%のサンプルがマクロ的、外的要因を理由に上げている。それで、この頃に業績不振に陥り、ある程度リトレンチメントを達成した日本企業は、起業家的成長戦略行動をとると考えられる。さらには、起業家的成長戦略行動をとった企業の方が、とらなかった企業よりも業績回復が高い、と思われる。従って、次の研究仮説が構築できる。

仮説3：業績不振に陥り、リトレンチメントを達成した企業のうち、起業家的成長戦略を採用した企業の方が、採用しなかった企業よりも、業績回復度が高い。

## 研究方法

### サンプル

化学産業の中で上場されている企業で、1985年から2004まで続けて連結決算の有価証券報告書を提出している企業を抽出した。一産業を選んだのは、産業の違いを、含みたくなかったからである。業績不振に陥って、ターンアラウンドの状況にあった企業を次の通りに選んだ。過去の多くの研究 (e.g., Bibeault, 1982 ; Hambrick & Schecter, 1983 ; Robbins & Pearce II, 1992) が選択したように、まず、業績不振に陥る直前の2年間は業績 (ROI) が上昇したことが1つの条件である。それから業績不振に (つまり、ROIの下降) が少なくとも2年間以上続いたことが必要条件であった。60社の化学製造企業がサンプルである。化学企業のターンア

ラウンドにかかった平均年数は、約8年間であった。

#### データ抽出のタイミング

それぞれの企業の財務データを日経 Needs データから抽出した。ターンアラウンド理論のセクションで説明したように、企業のターンアラウンドにはステージがある。リトレンチメントやリカバリーの約4つのステージでの企業活動をより正確に計測するために、それぞれの企業の従属変数と独立変数のデータを、次の4つの時点で収集した。

- Time 1. 業績不振に陥る前に高利益を上げた年度。いわゆるピーク業績年度。企業業績は、過去の文献 (e.g., Robbins & Pearce II, 1992) に従い、ROI によって計測した。
- Time 2. 業績不振に陥った後の ROI の落ち込みが一番大きかった年度。つまり、Sharpest Performance Decline (SPD)。
- Time 3. コスト・アセット両方のリトレンチメントが終わった年度。リトレンチメントが実行されなかった企業には、産業平均の年数が適用された。
- Time 4. 業績の回復を達成した年度。これは、Time 1 のピーク業績年度、または、産業平均の業績回復の平均以上までに回復した年度でデータを収集した。(多くの企業はバブル景気で少し異常ともいえる ROI を達成してしまったので、20年たってもバブル期の業績のレベルまで上げられない企業が大半だからである。)

#### 独立変数と従属変数

2種類のリトレンチメント、コストとアセットは、過去の文献でされたように、次のように算出された。

$$\text{コスト} = \text{売上高} - \text{売上原価} - \text{営業利益} + \text{支払利息}$$

$$\text{アセット} = \text{現金} + \text{受取手形} + \text{棚卸資産} + \text{有形固定資産}$$

企業のコストとアセットのリトレンチメントは、Time 2 から Time 3 への変化によって、計測している。例えば、コストが Time 2 から Time 3 で下降していれば、コスト・リトレンチメントを実行したことになる。その反面、コストが、上昇していれば、コスト・リトレンチメントを実行しなかった企業と判別した。

従って、サンプル企業は、コストとアセット・リトレンチメント両方を実行した企業グループ、コスト・リトレンチメントのみを実行した企業グループ、アセット・リトレンチメントのみを実行した企業グループ、どのリトレンチメントを実行しなかった企業グループに分けられる。

従属変数は、過去の文献と同じように、ROI を用いた。ターンアラウンド業績、つまり、業績不振の底 (つまり、SPD 時点) から、いかに業績アップをはかれたか、を計測した。従って、Time 2 から Time 4 への変化を測定している。(Robbins & Pearce II, 1992)

## 分析結果

### リトレンチメントと業績

企業のターンアラウンドにおいて、リトレンチメントが重要なステップであるか、ないかを調べるのが、この研究の第1目的である。表1にあるように、コストとアセット・リトレンチメント両方を実行した企業のみ、業績回復度が高いことが判明した。約3分の1の企業がコストとアセット・リトレンチメント両方を実行している。同じくらいのプロポーションの企業(17社)がコストとアセット・リトレンチメント両方とも実行していない。(コストとアセットを拡大している企業である)。残りの約3分の1のグループは、コスト・リトレンチメントのみ、または、アセット・リトレンチメントのみを実行している。

従業員のリトレンチメントでも同じような結果が出た。(表2参照)。従業員を削減した企業の方が、削減しなかった企業よりも業績回復を果たしている。従って、研究仮説1はサポートされた。

業績が落ち込み、経常利益が赤字になった企業を、業績が過度に不振な企業と分類した。サンプルの約3分の1が赤字を経験している。ANOVAモデルでは、業績回復とコストとアセット・リトレンチメントの関係を調べた。ここでのコストとアセットのリトレンチメントは、Time 2からTime 3の変化を示している。赤字を出している企業にとっては、コストとアセットのリトレンチメントと、業績回復との関係は無かった。(表3a参照)。しかし、赤字を出していない企業にとっては、業績回復とコスト・リトレンチメントの関係が強かった(表3b参照)。従って、研究仮説2bはサポートされた。

表1：リトレンチメントと業績回復

リトレンチメント	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
コストとアセット両方無し	17	0.005	.017	7.8	.0002
コストのみ	14	0.006	.011		
アセットのみ	8	0.004	.011		
コストとアセット両方実行	21	0.024	.025		

表2：従業員リトレンチメントと業績回復

従業員リトレンチメント	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
リトレンチメント無し	41	.003	.017	9.49	.003
リトレンチメント実行	19	.021	.026		

表3a: リトレンチメントと業績回復 赤字企業

ANOVA モデル					
Parameter estimates			t	$\rho$ Value	
コスト・リトレンチメント			.122	N.S.	
アセット・リトレンチメント			.470	N.S.	
分散分析					
リトレンチメント	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
コストとアセット両方無し	4	0.011	.022	3.85	.03
コストのみ	4	0.003	.006		
アセットのみ	2	0.014	.002		
コストとアセット両方実行	8	0.042	.030		

注: N. S. : Not Significant.

表3b: リトレンチメントと業績回復 赤字を出していない企業

ANOVAモデル					
Parameter estimates			t	$\rho$ Value	
コスト・リトレンチメント			2.742	.008	
アセット・リトレンチメント			.492	N.S.	
分散分析					
リトレンチメント	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
コストとアセット両方無し	13	0.004	.016	4.13	.01
コストのみ	10	0.008	.012		
アセットのみ	6	0.001	.011		
コストとアセット両方実行	13	0.012	.013		

注: N. S. : Not Significant.

リトレンチメントを4つのグループに分け、業績回復との関係を分散分析で調べたところ、赤字を出していても、出していなくても、コストとアセット・リトレンチメントを実行することが、業績回復につながるという結果が出た。(表3a,b参照)。従って、研究仮説2aは、サポートされなかった。また、業績不振度とリトレンチメント(の4カテゴリー)と業績回復の関係は無い、とカイ2乗テストで判明した。ここで興味深いのは、赤字を出した企業の方が、出していない企業よりも業績の上昇率が高いことである。特にコストとアセット・リトレンチメント両方を実行した企業の業績の上昇率が高い。また、赤字を出していない企業の方が、出している企業よりも、リトレンチメント(特にアセット)を実行しなかった。

従業員のリトレンチメントと業績回復の関係は、赤字を出したか、出さなかったにかかわら



表4a：従業員リトレンチメントと業績回復 赤字企業

従業員リトレンチメント	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
リトレンチメント無し	9	.011	.020	2.81	N.S.
リトレンチメント実行	9	.033	.034		

表4b：従業員リトレンチメントと業績回復 赤字を出していない企業

従業員リトレンチメント	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
リトレンチメント無し	32	.001	.016	2.65	N.S.
リトレンチメント実行	10	.010	.010		

表4c：クロス集計 従業員リトレンチメントと赤字の有無

赤字の有無	従業員削減無し	従業員削減有り	合計 (行)
赤字無し	32 (76%)	10 (24%)	42
赤字有り	9 (50%)	9 (50%)	18
合計 (列)	41	19	60

カイ2乗：3.99,  $p < .05$ .

注：カッコ内はRow%。

表5：リカバリーと業績回復

リカバリー戦略	N	平均	標準偏差	F Value	$\rho$ Value
起業家的成長戦略	15	0.021	.027	.68	N.S.
効率化戦略	6	0.031	.022		

ず、弱かった。(表4a,b参照)表4a,bを見てみると、赤字を出していない企業は、圧倒的に従業員を削減していない。そこで、Frequency Table (表4c)を作成した。赤字を出していない企業の76%が、従業員の削減をしていない。その反面、赤字を出している企業の半分が、従業員を削減している。

業績不振後、リトレンチメントを実行した日本企業は、再生のために、起業家的成長戦略を実行していた(表5参照)。リトレンチメントを実行した企業の約71パーセントが、コストとアセットの両方を増加させていた。しかし、コストとアセット両方をリトレンチした企業と増加させた企業の業績回復度は統計学的には有意差は無かった。従って、研究仮説3はサポートされなかった。

## ディスカッションと結論

業績不振に陥った日本企業は、米国企業のように、コスト・アセット両方のリトレンチメントを実行したほうが、再生のチャンスが高いとこの研究が検証した。また、従業員の削減を行ったほうが、再生のチャンスが高かった。業績不振に陥った日本化学企業にとっても、リトレンチメントは、再生のための、重要な第1ステップであると判明したのである。

さらには、業績が過度に不振になった企業（ここでは、赤字に陥った企業）は、より一層、リトレンチメントに力を入れていた。従業員の削減も断行していたのである。これも米国企業の反応に類似している。

第1ステップのリトレンチメントを実行した企業は、起業家的成長戦略をとっても、さらなる効率化戦略をとっても、同じような業績回復が得られる、と判明した。

3つの研究仮説のうち、肯定されたのは1つでしか無かった。業績不振に陥ったとき、リトレンチメントをしていれば、業績回復が達成できる可能性は高い。しかし、業績不振の度合いやリカバリー戦略との関係は余り重要でなかった。従って、日本企業のターンアラウンド戦略と米国企業のターンアラウンド戦略は少なからず違っている、と検証された。

一つの違いは、従業員削減にあった。従業員削減には、多くの日本企業が手を付けなかった。特に、赤字を出していない企業の多くは従業員削減に踏み切らなかったのである。

この研究の Limitations を説明する。まず、サンプル数は、この研究では適切であると考えられるが、もっと大きいサンプルならば、統計解析、結果をさらに信頼できるものになる。

また、この研究は、Exploratory なので、化学産業のみを対象にした。次の研究では、他産業内、さらには、複数産業内の企業を対象にするべきである。さらに、この研究で用いられたデータは Cross-sectional である。将来の研究では Causal Model を用いて検証することを推薦する。

この研究では、ターンアラウンド戦略の1つの手段、リトレンチメントに焦点を当てて、分析してきた。業績不振の陥った日本企業は、コストとアセット両方のリトレンチメントを実行したほうが、再生のチャンスが高いのが判明した。日本企業の再生戦略のさらなる研究が必要である。

## 参考文献

- Barker III, V. L. & Mone, M. A. (1994). Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline? *Strategic Management Journal*, 15(5) : 395-405.
- Benson, J. & Debroux, P. (2004). The changing nature of Japanese human resource management. *International Studies of Management & Organization*, 34(1) : 32-51.

- Bibeault, D. G. (1982). *Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers into Winners*, McGraw-Hill, New York.
- Bruton, G. D., Ahlstrom, D., & Wan, J. C. C. (2003). Turnaround in East Asian firms: Evidence from ethnic overseas Chinese communities. *Strategic Management Journal*, 24(6) : 519-540.
- Chowdhury, S. (2002). Turnarounds: A stage theory perspective. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 19(3) : 249-266.
- Chuma, A. H. (2002). Employment adjustments in Japanese firms during the current crisis. *Industrial Relations*, 41(4) : 653-682.
- Gowen III, C. R. & Tallon, W. J. (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. & Schecter, S. M. (1983). Turnaround strategies for mature industrial-product business units. *Academy of Management Journal*, 26(2) : 231-248.
- Hirakubo, N. (1999). The end of lifetime employment in Japan. *Business Horizon*, 42(6) : 41-46.
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1) : 19-31.
- Kang, J-K. & Shivdasani, A. (1997). Corporate restructuring during performance declines in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46(1) : 29-65.
- Lang, L., Poulsen, A., & Stulz, R. (1995). Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics*, 37(1) : 3-37.
- Lee, P. M. (1997). A comparative analysis of layoff announcements and stock price reactions in the United States and Japan. *Strategic Management Journal*, 18(11) : 879-894.
- Mroczkowski T. & Hanaoka, M. (1997). Effective rightsizing strategies in Japan and America: Is there a convergence of employment practices? *Academy of Management Executive*, 11(2) : 57-67.
- Morrow Jr., J. L., Johnson, R. A., Busenitz, L. W. (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 : 80-88.
- Robbins, D. K. & Pearce II, J. A. (1992). Turnaround: Retrenchment and recovery. *Stra-*

- tegic Management Journal, 13(4) : 287-309.
- Schendel, D., Paton, G. R., & Riggs, J. (1976). Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery. *Journal of General Management*, 3: 3-11.
- Sethi, S. P., Namiki, N. & Swanson, C. L. (1984). *The False Promise of the Japanese Miracle*. Pitman, Boston.
- Sudarsanam, S. & Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3) : 183-199.