

リストラ効果の持続性

経済調査部次長 横山 征至

2009年度のTOPIX採用銘柄（除く金融）は、▲12%減収ながら+12%経常増益の「減収増益」となった。戦後最長の6期連続増益の後、08年度は大幅減益を余儀なくされたが、減益を僅か1期に止めた。損益分岐点を大幅に引き下げての利益獲得には、経営者の強い危機意識と決意が窺えた。一方、業績回復は一時的な人員削減等の効果が大きく持続性に乏しいとの指摘もある。実際、国内の雇用情勢等を鑑みれば人件費削減が少なからず寄与したことは事実であろう。しかしリストラクチャリングは人員削減に限らず、プロセスや生産体制の見直し、事業ポートフォリオ改善等こそが本質である。実際、日本を代表する自動車メーカーによれば、09年度の営業利益改善要因+1.3兆円のうち、労務費の減少効果は+627億円に過ぎない。原価改善努力やその他固定費の見直しによって販売台数減少や円高を克服した構図となっており、企業体質の強化は持続性を有する筈だ。

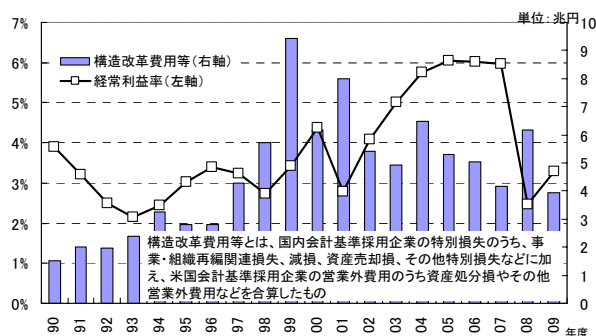
そこで過去のリストラと利益の関係を見るため、特別損失等のうちヒトやモノにかかるリストラ関連費用が多く含まれる費目の動向について見た（資料1）。これによれば、一時的費用の急増後、数期に亘って利益率の改善が続いている傾向がわかる。99年からの回復はITバブル崩壊や金融不安で失速したが、02年からの回復は利益率の大幅改善を伴い6期連続増益に繋がっており、これは循環的要因のみならず、企業体質の改善効果も小さくなかったと考えられる。

また09年度の営業キャッシュフローは過去最高となった。これは利益回復のみならず財務リストラの成果でもある。本誌昨年11月号では「利益の質」を評価する視点としてアクルーアルズを紹介したが、09年度実績でもアクルーア

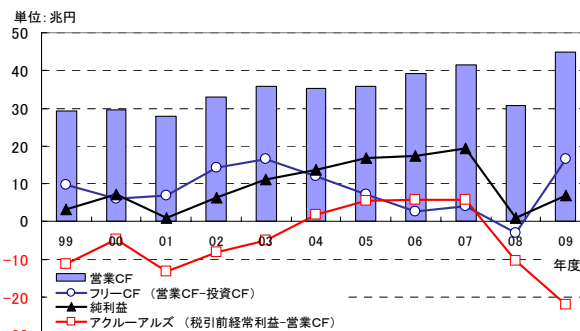
ルズは大幅マイナスとなっており、利益拡大の持続可能性が示唆されている（資料2）。

02年、03年の急回復後は米国の利上げなど不透明なマクロ環境が続き、04年4-6月期にはGDPが前期比マイナスとなる局面もあったが、企業業績は収益性改善により上振れて推移していた。今次局面は当時と似ていないだろうか。現在、業績回復やバリュエーション上の割安感等は認識されつつも、為替や海外景気の不透明感等により、TOPIXは年初来安値の水準にある。今後もマクロ的な不安材料は容易に払拭されないだろうが、持続的な企業努力でどれだけ克服できるか、また戦略的投資や研究開発に潤沢なキャッシュフローを充てて今後の成長ストーリーを示せるかが、日本株再評価の鍵となろう。

資料1 構造改革費用等の急増後、利益率改善は持続



資料2 アクルーアルズは利益の持続的拡大を示唆



（出所）資料1・2ともQUICK。東証1部（除く金融）の連続データ取得可能銘柄にて作成