

デューク大学/CFO マガジン・グローバル・ビジネス・アウトルック
グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイ
2018年12月（第4四半期）

2018年12月21日公表
CFOサーベイ日本チーム
cfosurveyip@gmail.com

1. サーベイの概要

グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイは、世界の CFO に対するアンケート調査であり、米国、カナダ、アジア、欧州、ラテンアメリカ、アフリカの CFO（最高財務責任者・財務担当役員）を対象としている。本調査は、世界的に著名なファイナンス研究者であるジョン・グラハム（John Graham、デューク大学 フュークワ・スクール・オブ・ビジネス、米国・ノースカロライナ州）が中心となり、これまで、連続 90 四半期（毎年 3 月・6 月・9 月・12 月）にわたって実施されている。CFO に対する調査としては世界最長のサーベイ期間となっており、世界の CFO の自国経済に対する見通しや自社の業績に対する見通しを調査している。

日本においても、グラハム教授から協力の依頼を受けた東京工業大学と神戸大学に所属する研究者グループが、2012 年 12 月より日本のサーベイを開始した。グラハム教授のグローバル・サーベイに加え、日本企業において関心の高いテーマも交えて、日本独自の調査を行っている。

今回（2018 年第 4 四半期）の調査期間は、2018 年 11 月 20 日～12 月 6 日であり、世界中で総計 510 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 226 名、アジア 48 名（日本の CFO12 名を含む）、欧州 82 名、ラテンアメリカ 122 名、アフリカ 32 名）。

なお、今回の結果のうち、米国経済の先行きに警戒論が強まっているという点については、日本経済新聞 12 月 18 日朝刊で米国発のニュースとして言及されている。

今回のサーベイで得られた主な調査結果は以下の通りである。

- 経済や自社業績への楽観度は、南米とアフリカを除き全体的に悪化している。世界的に景気後退懸念が広がっており、CFOは設備投資や雇用の拡大へ慎重になっている。
- これに関連して、本サーベイのディレクターである Duke 大学フュークワ・スクール・オブ・ビジネスのジョン・グラハム教授は、次のように述べている。
「10年近く続いた世界的な経済成長がそろそろ終わりに近づいてきている。米国の CFO の楽観度は低下しており、世界の他の多くの地域で楽観度はさらに悪化している。これにより米国製品に対する需要は減少に向かうだろう。」
- 日本を含め世界の CFO にとって優秀な従業員の確保はトップ懸念事項であり、前回に引き続き優秀な人材の雇用や維持が企業にとって喫緊の課題となっている。
- 来年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響もあり、日本の CFO の業績見通しは悪化し、設備投資や雇用拡大に慎重になっている。
- 最適負債金額や最適資本構成の検討する際、米国や欧州では借入/EBITDA が最も使用される管理指標と回答されているのに対し、日本では、格付け、借入/資産、借入/資本を管理指標として使用する企業が多くなっている。

2. 楽観度に対する国際的調査結果

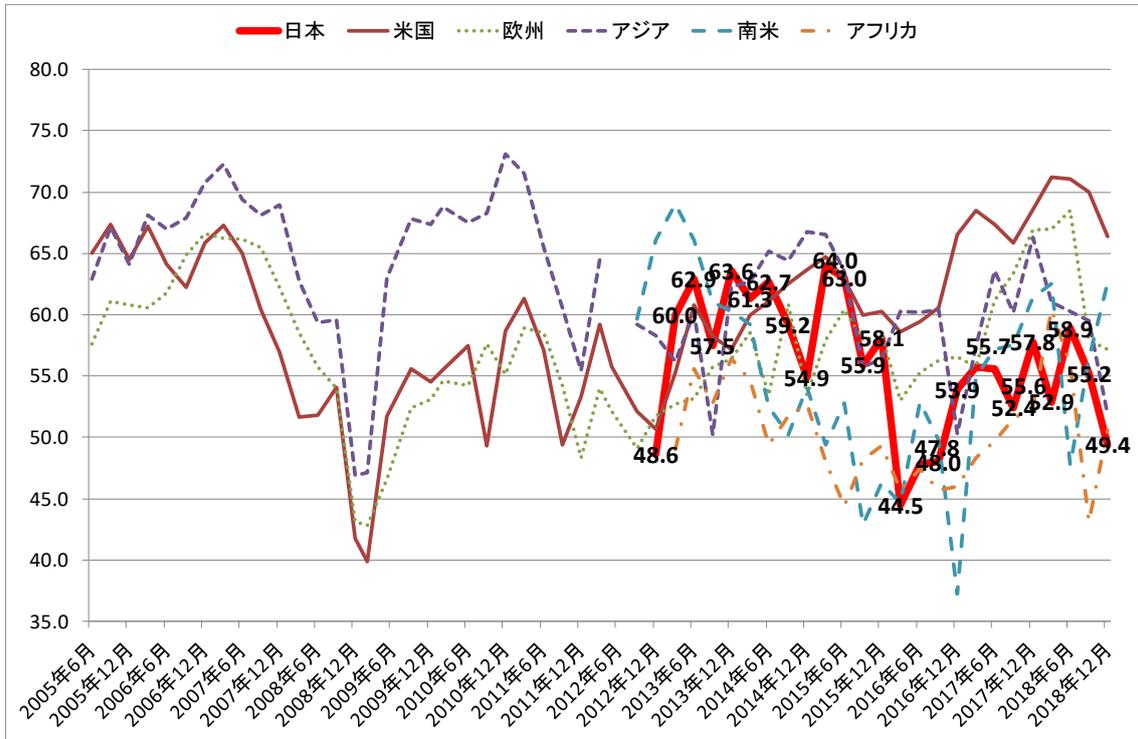
図表 1 は、2018 年第 4 四半期における世界の CFO の楽観度指数を表している。図表 2、図表 3 は、世界の CFO の自国経済と自社の業績見通しに対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。世界的に楽観度は大幅に悪化しており、特に米国やアジアの楽観度の落ち込みが激しい。日本は、2016 年 3 月以降自国経済に対する楽観度は回復傾向にあったが、今期の調査では再び 50 を下回る結果となった。一方、南米とアフリカは、自国経済および自社業績見通しともに楽観度が上昇した。

図表 1 世界の CFO の楽観度指数

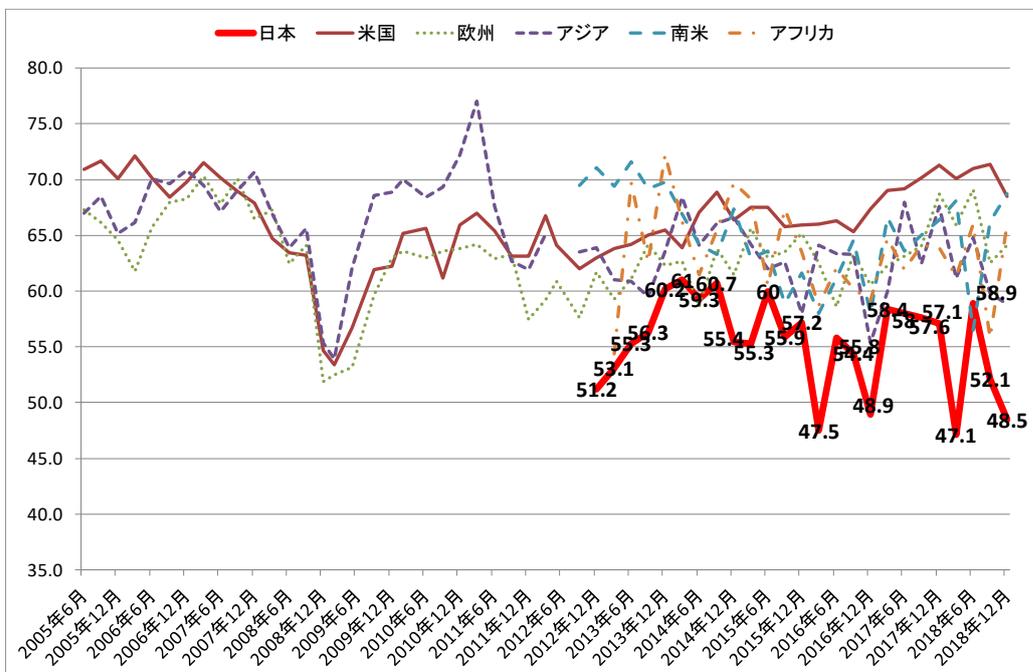
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	49.4	▲ 5.8	48.5	▲ 3.6
米国	66.4	▲ 3.6	68.5	▲ 2.9
欧州	57.2	▲ 0.7	64.1	△ 1.6
アジア	51.9	▲ 7.6	58.8	▲ 1.0
南米	62.6	△ 6.2	68.7	△ 2.5
アフリカ	50.6	△ 7.5	66.0	△ 10.2

楽観度指数：回答者の楽観度（0 から 100 で評価。100 が最も楽観的）の平均値

図表 2 世界の CFO の自国経済に対する楽観度指数



図表 3 世界の CFO の自社に対する楽観度指数

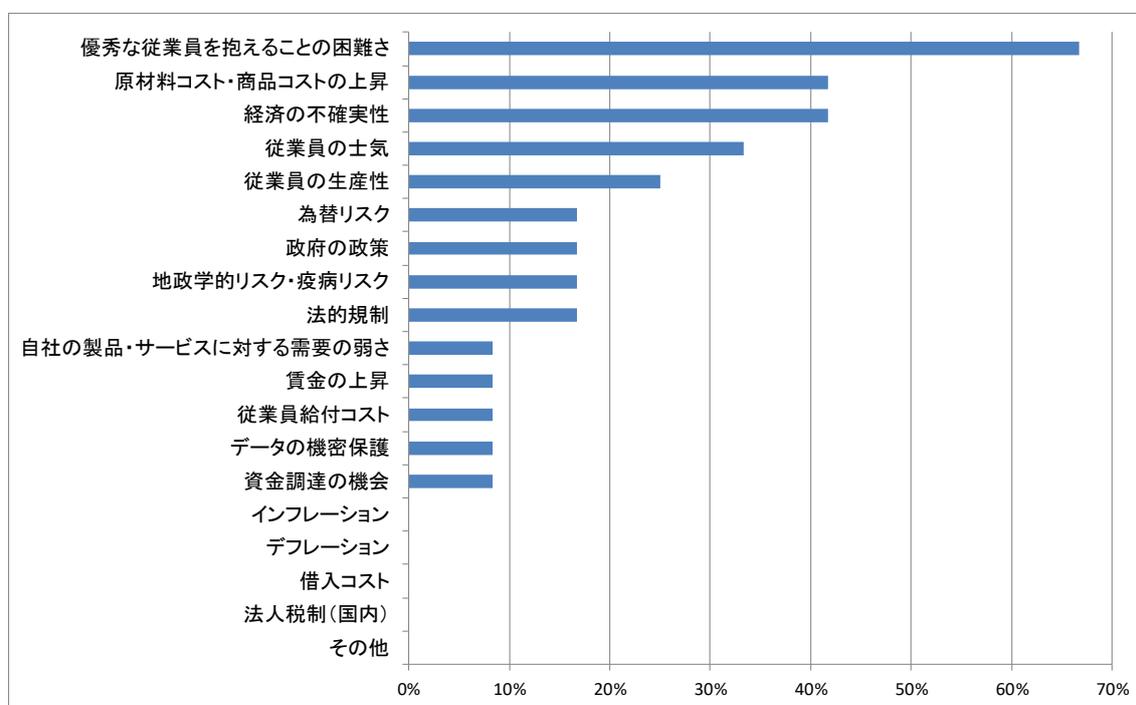


現在の日本の景気回復は戦後 2 番目の長さにとわられているが、本調査で日本の楽観度が全地域の中で最も低く、唯一、自国経済および自社業績見通しともに楽観度が 50 を下回っている。今後の投資計画や雇用などへの深刻な影響が懸念される。また、前期までは高い楽観度を維持してきた米国で、CFO の見通しが悲観的方向に転じており、今後世界経済が調整局面に入る可能性が意識され始めている。

3. 日本の調査結果

図表 4 は、日本の CFO の懸念事項についての調査結果である。

図表 4 この四半期の間で、貴社の経営陣にとって最も緊急を要した懸念事項は、どの項目でしたか。



日本の CFO の懸念事項については、前回に引き続き、優秀な従業員の確保を挙げた CFO が最も多かった。世界の他の地域の結果をみても優秀な従業員の確保をトップ懸念事項に挙げる CFO が多く、全地域で優秀な人材の雇用や維持が企業にとって喫緊の課題であることがうかがえる。

前回調査時には 4 位であった原材料コスト・商品コストの上昇が 2 位に上がった。また、経済の不確実性への懸念も強いが、これは米国トランプ政権の発動した高関税措置などへの懸念が考えられる。来年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響も注視する必要

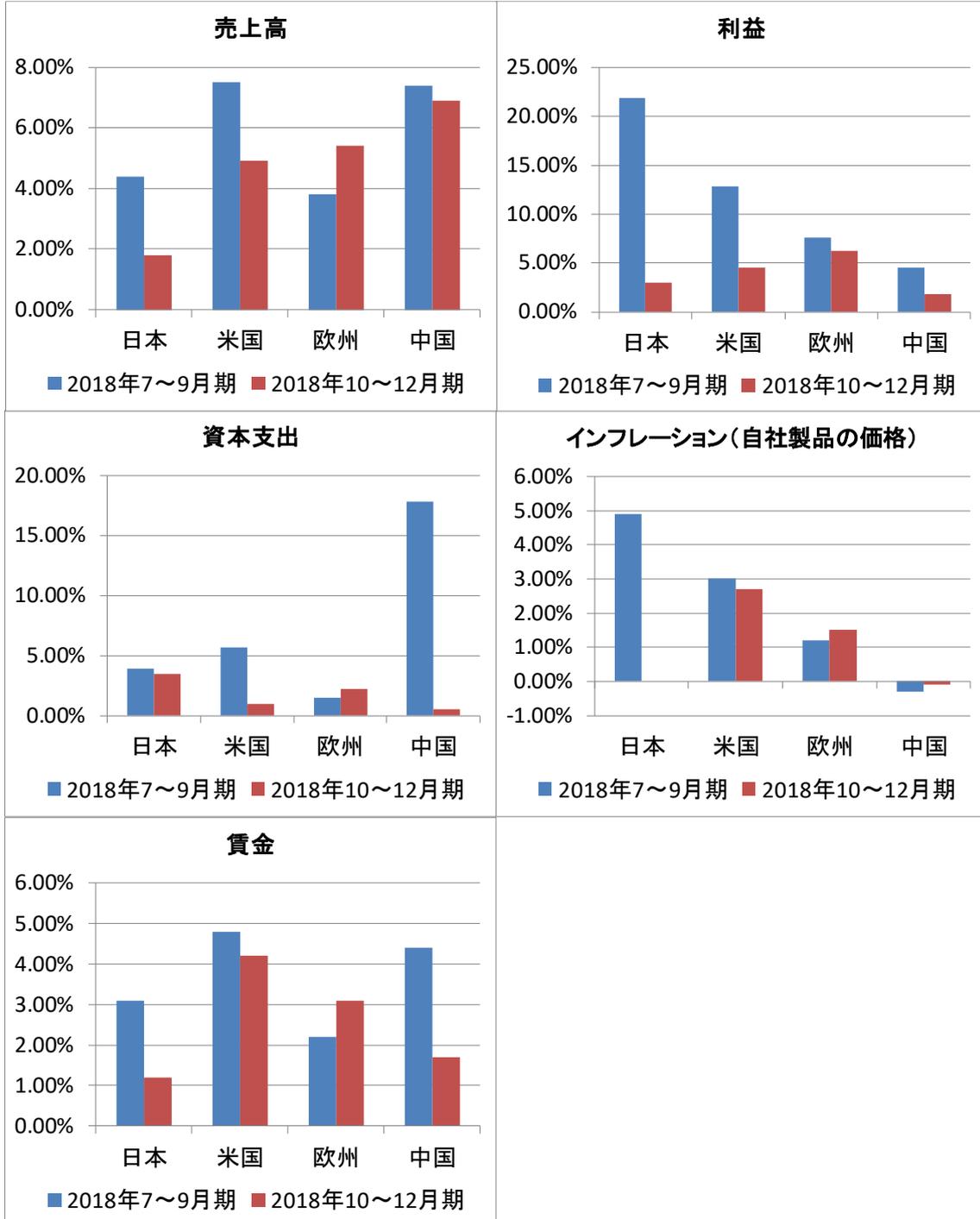
があるだろう。経済の不確実性に対する懸念については、引き続き米中の貿易摩擦を意識していると考えられる。

図表 5 は、前四半期と比較して、各項目がどの程度変化すると CFO が予想しているかを集計した結果である。図表 6 は前回調査比である。ここでも、多くの地域で売上高、利益ともに減少が見込まれており、特に日本の落ち込み幅が大きい。前回調査時の予想では、景気拡大が維持される傾向にあったが、一転今期は景気後退懸念が広がっていることがうかがえる。資本支出に対する見通しも鈍化傾向にあり、景気後退が予測される中、CFO は慎重になっていると思われる。賃金の伸びも減少予想であり、今後の雇用拡大へつながる力強さはみられない。

図表 5 今年度は、前年度と比較して以下の項目がどの程度変化すると思いますか？

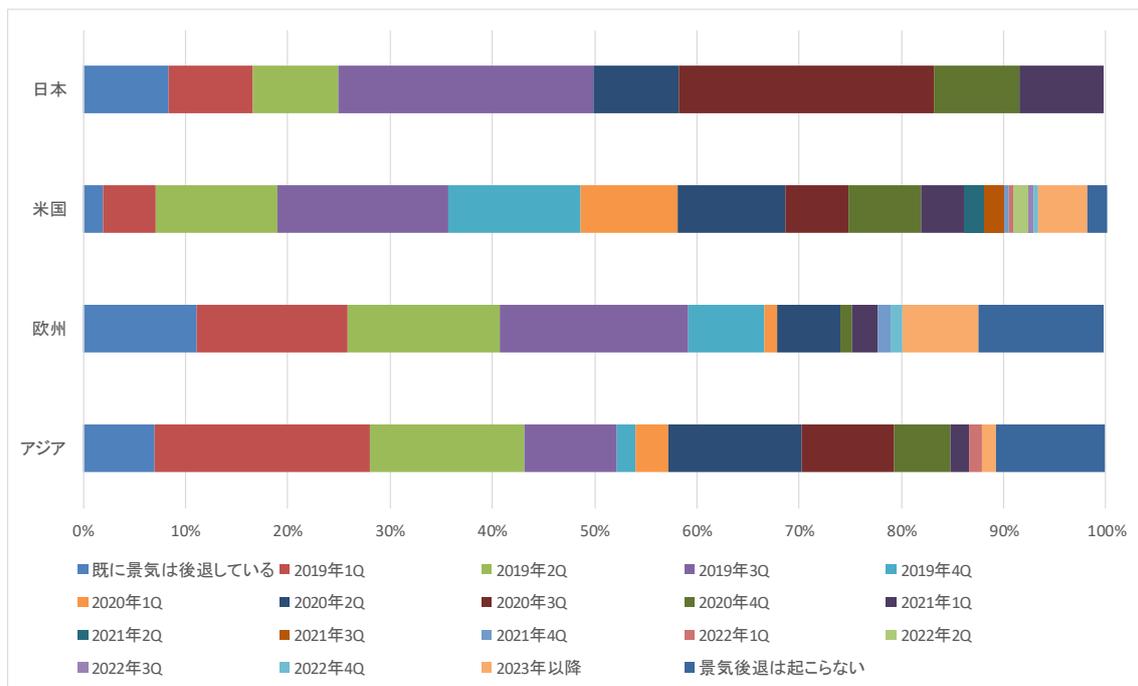
	日本	米国	欧州	中国	アジア	南米	アフリカ
売上高	1.80%	4.90%	5.40%	6.90%	5.10%	10.70%	5.40%
利益	3.00%	4.50%	6.20%	1.80%	6.40%	7.80%	3.70%
資本支出	3.50%	1.00%	2.20%	0.50%	10.00%	2.20%	4.70%
技術投資	1.70%	4.30%	3.50%	6.10%	4.60%	4.20%	7.70%
研究開発費	1.10%	1.40%	1.70%	3.40%	3.20%	3.80%	1.20%
マーケティング・広告宣伝費	0.40%	1.30%	0.70%	3.00%	3.00%	3.60%	0.70%
正規社員数	1.80%	3.60%	1.60%	1.80%	2.00%	2.00%	-0.50%
賃金・給与	1.20%	4.20%	3.10%	1.70%	2.20%	3.70%	5.70%
医療費	0.30%	6.00%	1.80%	4.30%	2.10%	4.80%	2.90%
インフレーション（自社製品の価格）	0.00%	2.70%	1.50%	-0.10%	1.50%	3.60%	3.50%

図表 6 各項目別の前期との比較



今回のグローバル調査は、(1) 景気後退が起こる時期について、(2) GDP 成長率について、(3) 最適負債金額と最適資本構成の管理指標について調査をしている。いずれも景気後退が懸念される状況の中で興味深いトピックとなっている。

図表 7 自国経済について：あなたはいつ景気減速（景気後退）が起こると思いますか？



既に景気は後退していると述べている CFO は、最も多い欧州でも約 10%とそれほど多くはない。しかし、2019 年第 2 四半期までには景気後退が起こると予想する CFO は 20%～40%強と多くなり、2019 年末までには景気後退が起こると考える CFO は米国や日本は約 50%、欧州では 70%近くへのぼる。日本では 2019 年第 3 四半期に景気が後退すると予想する CFO が最も多く、これは 2019 年 10 月に予定されている消費税率 10%への引き上げを意識していると思われる。現在様々な軽減税率が検討されているが、消費税率引き上げの日本経済への影響については未知数であり、今後注意深く見守っていく必要があるだろう。

図表 8 あなたの国の 2019 年の GDP 成長率について、「ワースト・ケース」「最も起こりうる予想」「ベスト・ケース」をお答え下さい。

	ワースト・ケース 10%の確率で、2019 年の 実質 GDP 成長率は__% より低くなる	最も起こりうる予想 私の予想する 2019 年の 実質 GDP 成長率は__% である	ベスト・ケース 10%の確率で、2019 年の 実質 GDP 成長率は__% より高くなる
日本	-0.75	0.61	1.63
米国	0.59	2.67	3.89
欧州	0.78	1.77	2.63
アジア	1.93	3.53	4.41

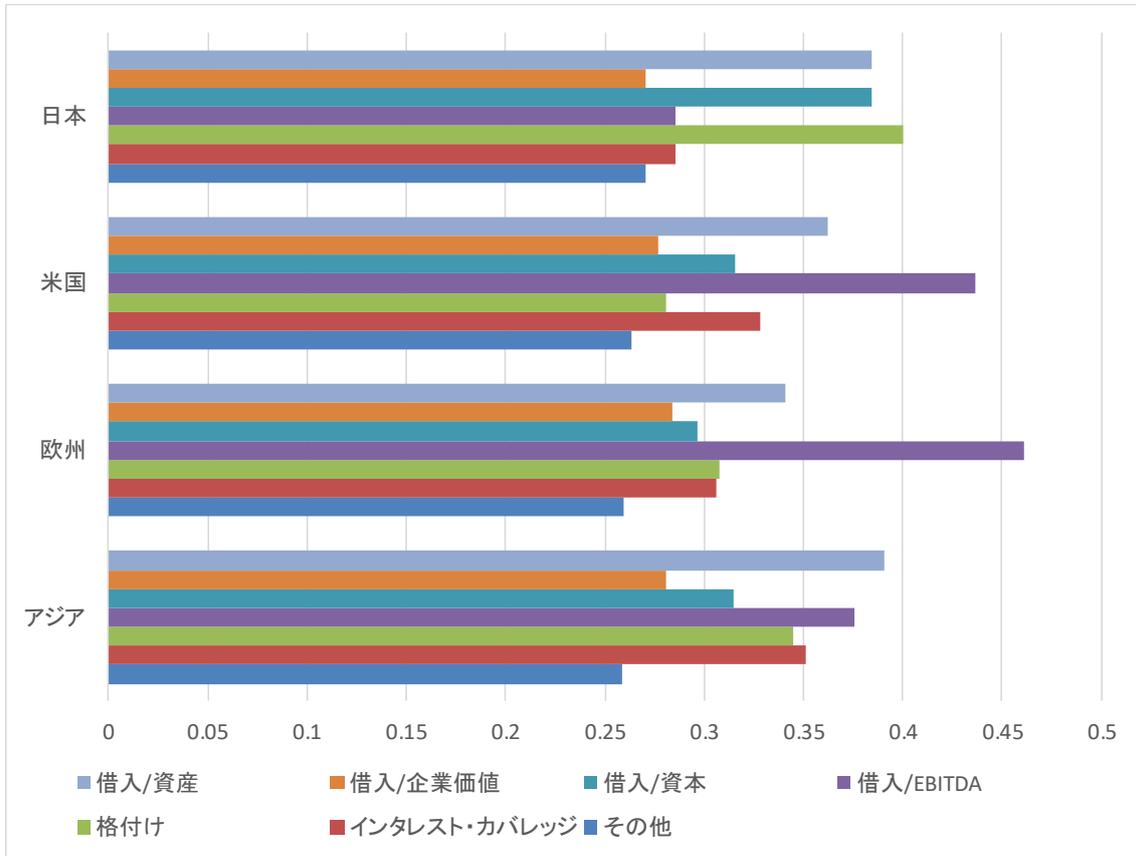
日本では、GDP 成長率予想のうちワースト・ケースとしてマイナス成長が予想されている。ベスト・ケース予想でも、米国や欧州、アジアの最も起こりうる予想成長率に及ばず、全体として日本の CFOの間では今後の経済成長に対する期待感はみられない。

図表 9 あなたのワースト・ケースの実質 GDP 成長率が実際に 2019 年に起こった場合、あなたの会社の業績は 2019 年にどのくらい変化すると思いますか？

	設備投資は__%変化する	国内正規従業員数は__%変化する
日本	-0.39	0.31
米国	-1.31	0.28
欧州	-0.23	-0.92
アジア	1.41	-0.34

2019 年の実際の GDP 成長率が、図表 8 で示したワースト・ケース予想レベルであった場合の自社の設備投資と国内正規従業員数の変化について質問した結果が、図表 9 である。米国、欧州、日本ともに設備投資はマイナスに落ち込み、国内正規従業員数も横ばいあるいはわずかに減少すると見ている。アジアの他の地域では、ワースト・ケースの場合でも、設備投資はかろうじてプラスを見込んでいるが、国内正規従業員数についてはマイナス予想となっている。図表 5 で、今後の設備投資や正規従業員数の変化予想について日本を含めいずれの地域においてもプラス予想を維持していることを考えると、各国の経済状況の悪化が企業の投資意欲や雇用拡大に大きな影響を与えることは必至である。今後の世界の経済状況を引き続き注視していく必要があるだろう。

図表 10 自社にとって最適負債金額や最適資本構成を検討する場合、あなたの会社が使用している主要な管理指標は何ですか？

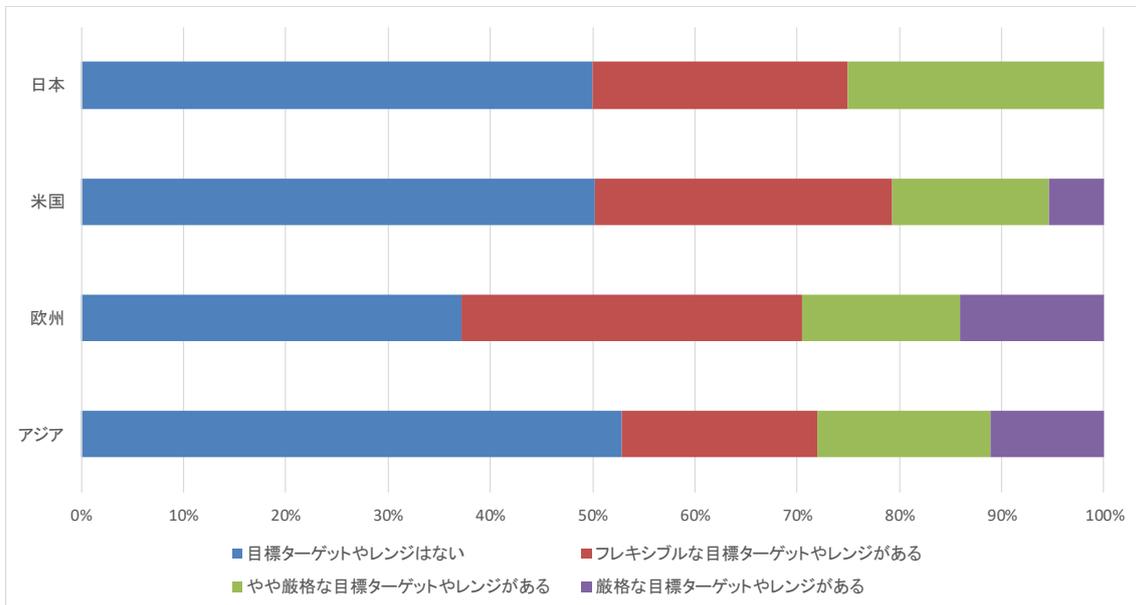


今回の調査では、最適負債金額や最適資本構成を検討する際の管理指標についてグローバルに質問しているが、特徴的なのが米国や欧州では借入/EBITDA が最も使用される管理指標と回答されているのに対し、日本では借入/EBITDA を使用していると回答した CFO はそれほど多くはない点である。日本では、格付け、借入/資産、借入/資本を管理指標として使用する企業が多くなっている。

図表 11 あなたの会社の現在の上記管理指標の数値はいくらですか？

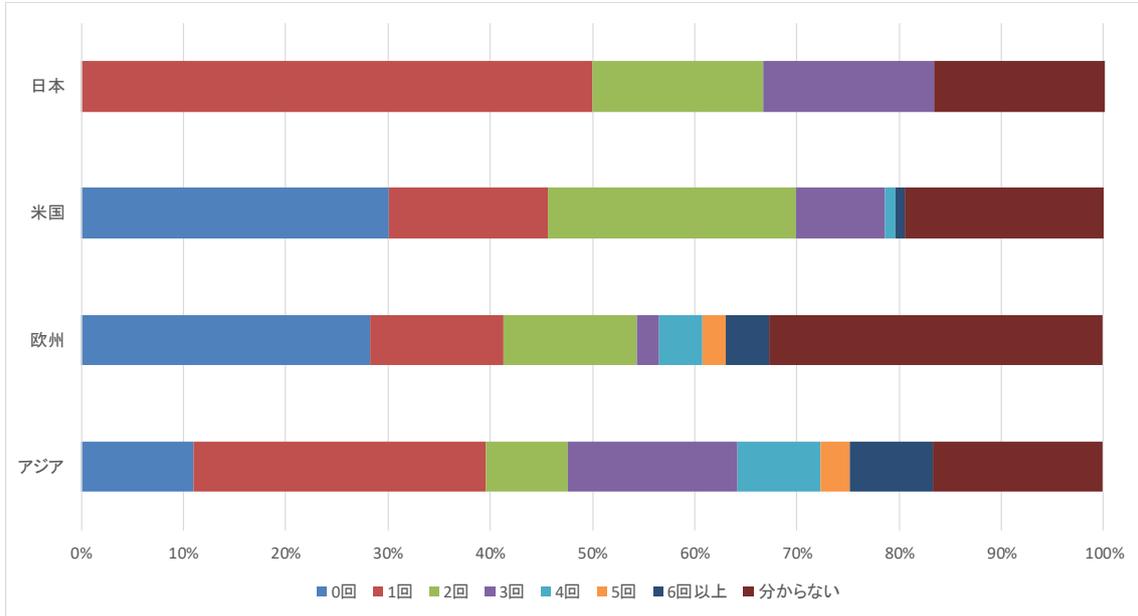
	借入/資産	借入/資本	借入/EBITDA
日本	19.20%	0.66	—
米国	28.30%	6.75	3.81
欧州	24.67%	1.38	3.12
アジア	30.12%	0.69	2.71

図表 12 あなたの会社は、自社の管理指標を維持するために、目標とする管理指標や許容レンジを設定していますか？



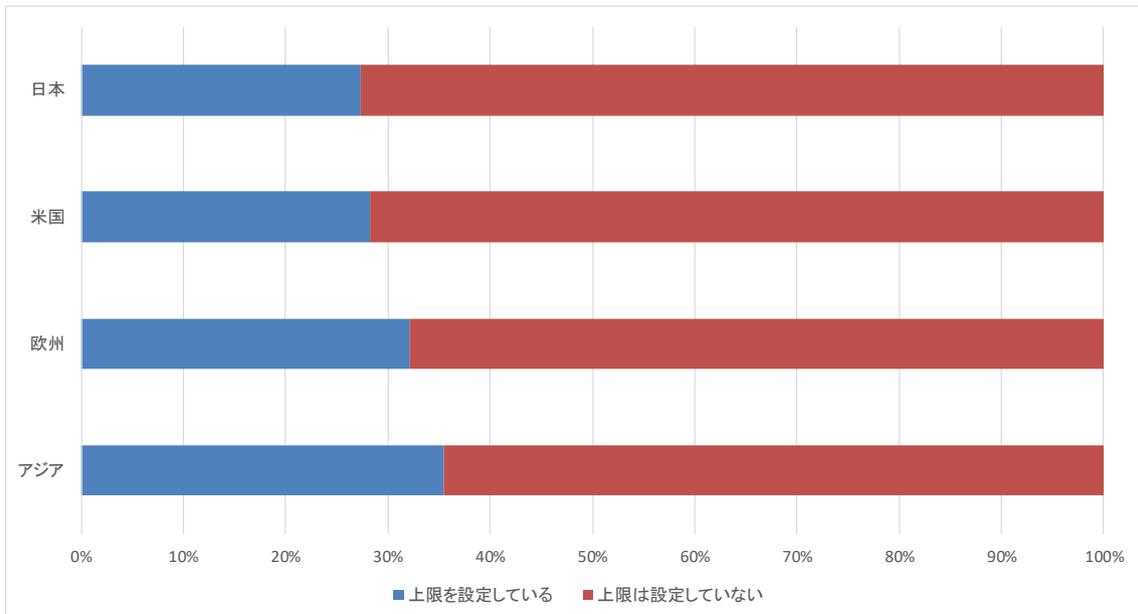
図表 12 は、管理指標のターゲットや許容レンジの設定の有無についての結果である。日本、米国、欧州、アジアいずれの地域においても、やや厳格あるいは厳格な目標ターゲットや許容レンジを設定している企業は 30%に満たず、70%強の CFO が目標ターゲットやレンジを設定していないかフレキシブルなターゲットやレンジを設定していると述べている。各企業の置かれた状況に応じて、柔軟な対応を行っている企業が多いと思われる。特に、日本では、厳格な目標ターゲットやレンジを設定している企業はほとんどない。

図表 13 過去 10 年において、あなたの会社は管理指標に関する目標ターゲットや許容レンジを大きく変えたことが何回ありますか？

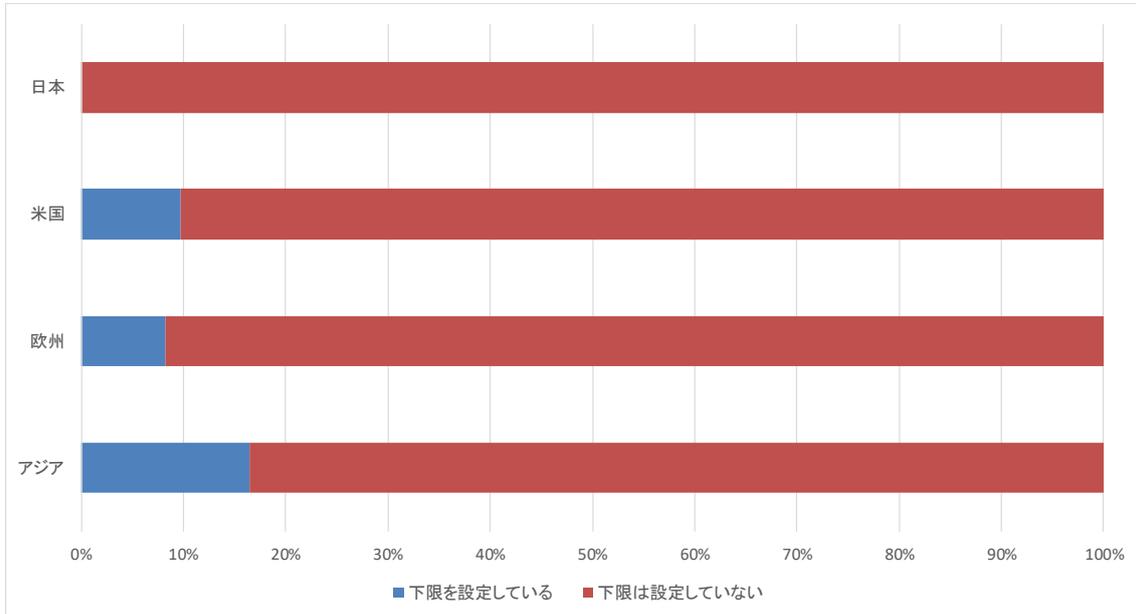


図表 13 では、過去 10 年間に日本企業では管理指標に関する目標ターゲットや許容レンジを 1 回は変更している企業が 50%、2 回以上変更している企業が 30% 超となっている。米国では、過去に 1 回以上変更している企業が約 50% なので、日本企業の方が頻繁に変更していると見られる。

図表 14 あなたの会社は、管理指標の許容レンジの上限を設定していますか？



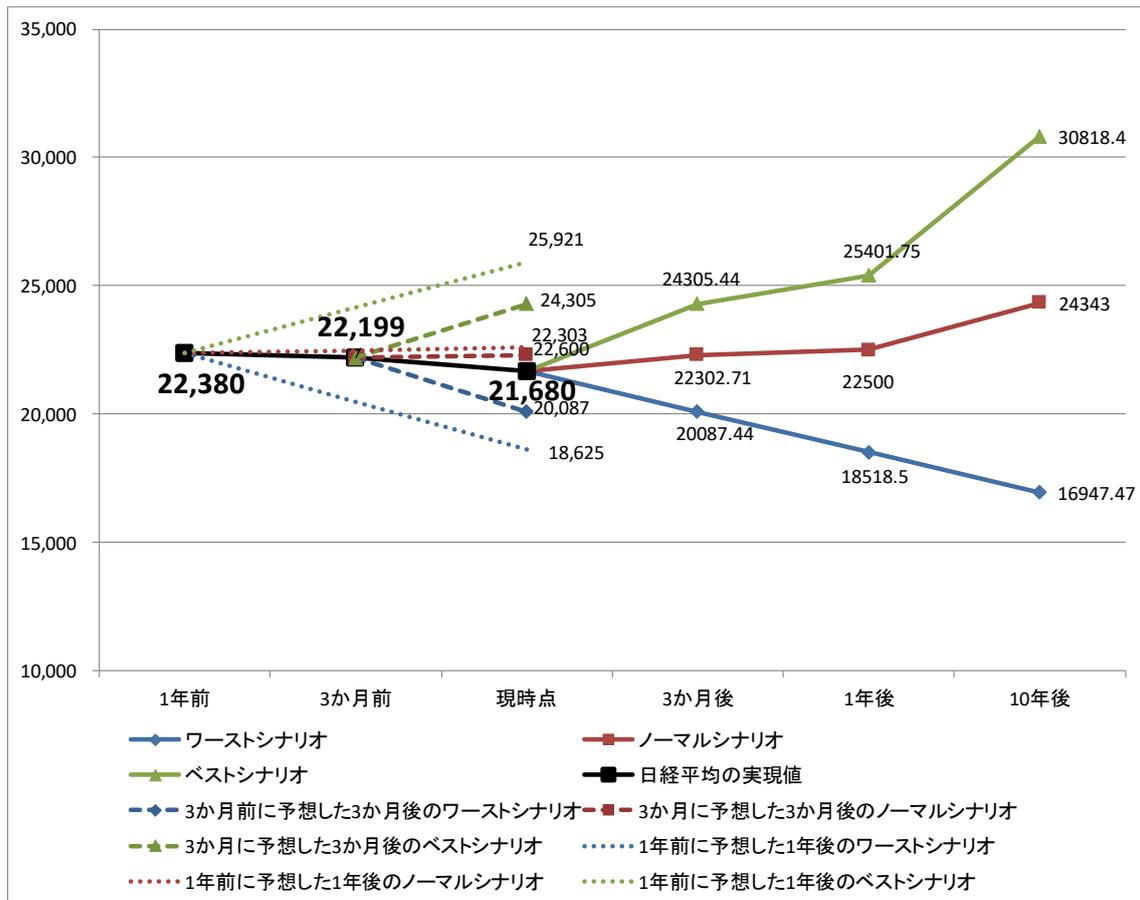
図表 15 あなたの会社は、管理指標の許容レンジの下限を設定していますか？



図表 14 と図表 15 は、管理指標の許容レンジの上限あるいは下限の設定の有無について質問した結果を示している。いずれの地域においても、上限を設定している企業の方が下限を設定している企業よりも多いが、全体としてこのような上限下限の設定をしている企業は少ない結果となっている。この結果は、企業はあまり特定の資本構成を目標に財務運営をしている訳ではないということを示唆する。日本企業では下限を設定していると回答した企業がいなかったが、これは企業が借入による節税効果をあまり強くは意識していないことを意味するかも知れない。

図表 16 は、毎回行っている日経平均株価予想に関する調査結果である。前回調査時点と比べて日経平均はやや弱含んでいるが、大きな変動は起きていない。日本の CFO の予想は今回もほぼ横ばいとなっているが、上下の予想レンジ幅は前回調査時と比較して若干広がっている。この先 1 年の株価が、来年予定されている消費税率引き上げや世界の景気後退懸念の影響をどのように織り込んでいくか、注視していく必要があるだろう。

図表 16 2018 年 11 月 16 日の日経平均株価は 21,680.34 円でした。10 年後、1 年後、3 か月後に日経平均株価はそれぞれ何円になっていると思いますか？



図表 17 は、今回のサーベイにご協力いただいた CFO の皆様のプロフィールです。ご協力いただいた CFO の皆様に、心から御礼申し上げます。

図表 17 サーベイ回答企業のプロフィール

a. 業種	製造業	非製造業	合計
	2 20.0%	8 80.0%	10 100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	4 57.1%	3 42.9%	7 100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	7 77.8%	2 22.2%	9 100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	10 100.0%	0 0.0%	10 100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	6 66.7%	3 33.3%	9 100.0%
f. 海外での売り上げ	海外での売上無し	海外での売上有り	合計
	1 10.0%	9 90.0%	10 100.0%
g. 海外での売上が最も高い地域	アジア	アジア以外	合計
	4 50.0%	4 50.0%	8 100.0%

4. 海外の調査結果

(以下のサマリーは、米国のレポートを整理し、要約したものです)

来年予想される景気後退

米国の CFO のおよそ半数 (48.6%) が、2019 年末までに米国の景気は後退するだろうと予想しており、CFO の 82% が 2020 年の初めまでに景気後退が開始すると予想している。

これに関連して、本サーベイのディレクターである Duke 大学フュークワ・スクール・オブ・ビジネスのジョン・グラハム教授は、次のように述べている。

「10 年近く続いた世界的な経済成長がそろそろ終わりに近づいてきている。米国の CFO の楽観度は低下しており、世界の他の多くの地域で楽観度はさらに悪化している。これにより米国製品に対する需要は減少に向かうだろう。」

世界のほとんどの地域で CFO は悲観的になっている。アフリカの CFO の 97% は、2019 年末までに景気後退すると予想しており、同様に、カナダでは 86%、欧州では 67%、アジアでは 54%、ラテンアメリカでは 42% と、多くの CFO が 2019 年末までに景気後退が起これると予想している。

2019 年の経済見通し

米国の CFO は、2019 年の米国経済について 3% 弱の成長を予想しており、設備投資と雇用の伸びについてもおよそ 3% を予想している。

グラハム教授はこれに関連して次のように述べている。

「CFO は今後景気が減速することを見込んでおり、成長予想のほとんどは 2019 年初めに起きると予想していると思われる。これは、政府が景気後退幅を緩和するために、様々な方策をとる時間がまだ残されているということを示唆している。」

さらに、CFO の予想はかなり下方予測となっており、10% の確率で年間実質成長率はわずか 0.6% との予想になっている。このワースト・シナリオにおいて、設備投資は 1.3% の減少、雇用については横ばいを見込んでいる。

これに関連して、本サーベイのディレクターであり、フュークワ・スクール・オブ・ビジ

ネスのテクノロジー・イノベーションコースで教鞭をとるキャンベル・R・ハーベイ教授は、次のように述べている。

「CFO は、18 か月後の景気後退に備え始めている。全ての要素は出揃っている。ほぼ 10 年前の 2019 年 6 月から始まった経済成長は衰えをみせており、これにより、市場ボラティリティが高まり、経済成長を鈍化させる保護貿易主義の影響が強まり、また過去 50 年間にわたって景気後退を正確に予想してきたイールド・カーブを不気味なほどにフラット化する結果となっている。」

CFO のトップ懸念事項である逼迫する労働市場

前回に引き続き、多くの CFO が有能な人材の確保を懸念事項として挙げた。しかし、有能な人材の確保をトップ 4 懸念事項として挙げた CFO は 47% で、ここ 20 年間に於いて高いレベルであった前回調査時の 53% よりも 6 ポイント下がった。

他の懸念事項としては、従業員手当、政府の政策、経済の不確実性などが挙げられている。

低下した米国の楽観度

景気後退予想と一致する形で、今期の米国経済に対する楽観度は、前回の 71 という非常に高いレベルから大幅に低下し 66 であった。また、米国の CFO の自社業績に対する楽観度は前回の 71.4 から 2 ポイント低下し 69 となった。

CFO サーベイの楽観度指標は、今後の雇用や GDP 成長率を予測する上で優れた先行指標となっている。

世界の経済状況と楽観度

景気後退が予想される中、世界の CFO の楽観度は概ね横ばいあるいは低下する結果となった。

カナダの CFO の楽観度は前回調査時と同様に 58、欧州の CFO の楽観度は前々回調査時の 68 から 10 ポイント下げた前回の 58 からさらに 1 ポイント下げ 57 となった。英国は、59、フランスは 56、イタリアは 50 となっている。欧州では、来年にかけて設備投資と雇用については約 2% の伸びが予想されている。

米国と同様に、欧州の CFO のトップ懸念事項は有能な人材の確保であり、次いで、経済の不確実性、政府の政策が懸念事項として挙げられている。また、為替リスクと従業員の生産性もトップ 5 懸念事項に挙げられている。

アジアの CFO の楽観度は、前回調査時の 60 から 8 ポイント下げ今期は 52 となった。経済の不確実性が引き続きトップ懸念事項となっており、他には有能な人材の確認や為替リスクも懸念事項として挙げられている。また、設備投資は今後 12 ヶ月でおよそ 10%の増加、雇用は 2%の伸びが見込まれている。

ラテンアメリカ全体の楽観度は、今期 63 となった。歴史的な不景気から回復基調にあり、また企業寄りの新大統領が選ばれたブラジルの楽観度は最も高く 69 であった。メキシコの楽観度は 53、チリは 57、ペルーは 61 であった。また、汚職捜査で政府が窮地に陥っているエクアドルの楽観度は、わずか 34 であった。

ラテンアメリカの CFO にとって、トップ懸念事項は引き続き経済の不確実性であり、他には政府の政策、需要の低迷、為替リスクが挙げられている。設備投資は 2.2%の増加、2%の伸びが予想されている。

アフリカの CFO の楽観度は今期回復し 51 となった。今後 12 ヶ月にかけて雇用はおおよそ 1%の減少、設備投資は横ばいが予想されている。アフリカの CFO の最大の懸念事項は、経済の不確実性、政府の政策、規制上の要件である。

本調査報告の各数値の要約表、これまでの調査結果を含む詳細情報につきましては、
www.cfosurvey.org で入手可能となっております。

サーベイについて：

デューク大学/CFO マガジン・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイは、四半期毎に実施しており、今回で連続 91 期目を迎えました。欧州における調査はオランダの TiasNimbas と英国の ACCA、南米における調査はブラジルの Fundacao Getulio Vargas(FGV)と、アフリカにおける調査は南アフリカの SAICA の協力を得て実施いたしました。

デューク大学/CFO マガジン・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイは、広範囲にわたる企業（公開企業・非公開企業、大企業・中小企業、様々な産業分野における企業）を対象として調査を行っております。調査にご参加いただいた企業の特徴が広範囲にわた

っていることは、オンラインの一覧表によりご覧いただけます。

Seguin Partners の構成団体である CFO Publishing LLC は、上級財務責任者の情報ニーズに焦点を当てた企業対企業 (B to B) 向けのメディアブランドであり、CFO マガジン、CFO コム、CFO リサーチサービス、CFO コンファレンスにより構成されています。CFO Publishing は、50 万以上もの財務責任者と長期にわたる関係を築いております。

デューク大学のフュークワ・スクール・オブ・ビジネスは、1970 年に設立されました。フュークワの使命は、全世界のビジネスリーダーたちを啓蒙し、研究を通じてビジネスマネジメントの進展を促進させることでもあります。詳細については、www.fuqua.duke.edu をご覧下さい。

日本に関するサーベイ調査は、東京工業大学と神戸大学の研究者グループが実施しました。サーベイの送付に当たっては、日本 CFO 協会の協力を得て、主として両団体の参加企業の CFO、財務・経理幹部社員に送付されています。日本に関するサーベイの実施概要および結果レポート等は、以下のホームページ (CFO サーベイの日本のホームページ) をご覧ください。

<http://www.me.titech.ac.jp/~inouelab/cfo/index.htm>

本件に関するお問い合わせは、以下にお願い致します。

CFO サーベイ日本チーム

cfosurveyjp@gmail.com