

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

2019年12月（第4四半期）

2019年12月23日公表

CFO サーベイ日本チーム

cfosurveyjp@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 フェークワ・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 95 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（2019 年第 4 四半期）の調査期間は、2019 年 11 月 19 日～12 月 5 日であり、世界中で総計 768 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 454 名、アジア 87 名（日本の CFO17 名を含む）、欧州 84 名、ラテンアメリカ 103 名、アフリカ 40 名）。

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。

- 世界的に前期まで楽観度は悪化傾向にあったが、**今期は楽観度が回復した地域が多かった**。しかし、日本の CFO の楽観度は他の地域と比較して低いレベルにあり、自社業績に対する楽観度も前期より低下した。
- 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・ビジネスのキャンベル・R・ハーベイ教授は、「2020年、2021年の景気後退は予期しないという CFO は無鉄砲であると言わざるを得ない。景気後退は CFO のコントロール範囲外ではあるが、自社への影響に関しては CFO がかなりの部分で対処できる。今回は、CFO が景気後退に対していかに準備するかを試されているといえるだろう。」と述べている。
- 日本は、売上、利益ともにマイナス予想であるが、資本支出や技術投資、研究開発費に関しては増加予想となっており、長期的成長に向けた投資意欲は消えていない。
- 日本や他のアジア地域では、既に景気は後退していると回答した CFO が 3 割にのぼり、世界的に最も多い。アジア全体に景気減速感が広まり始めている。

2. 楽観度に対する国際的調査結果

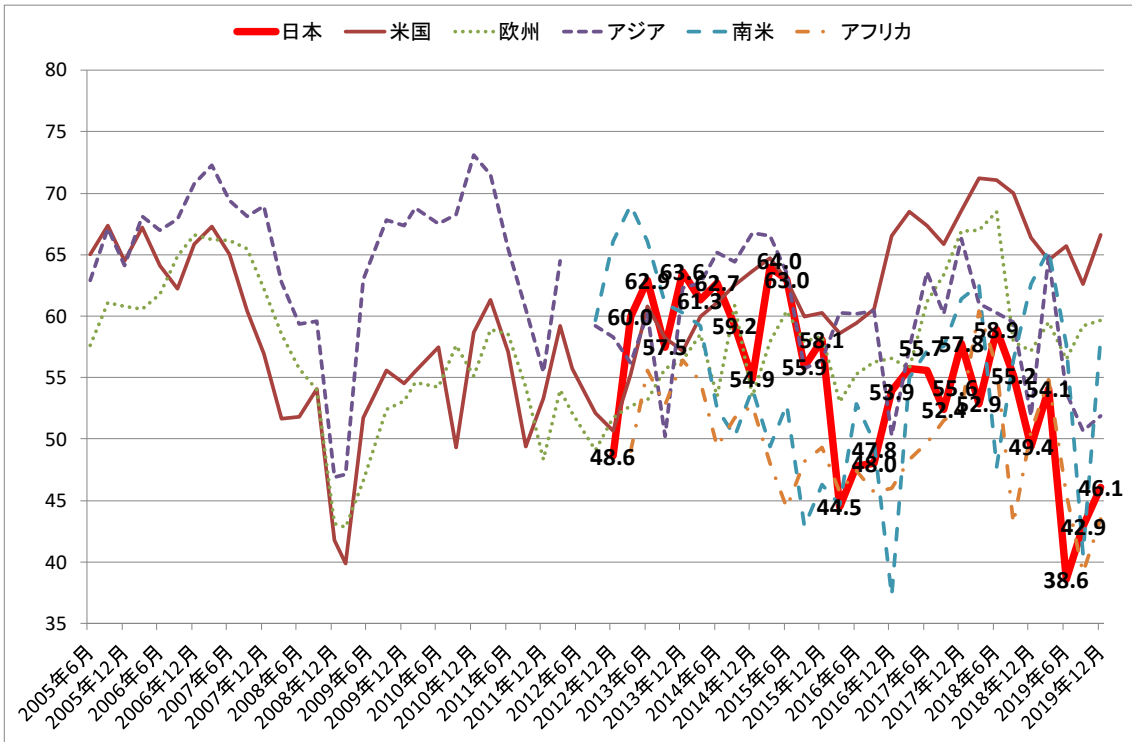
図表 1 は、2019 年第 4 四半期における世界の CFO の楽観度指数を表している。図表 2、図表 3 は、世界の CFO の自国経済と自社の業績見通しに対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。世界的に前期まで楽観度が悪化傾向にあったが、今期は全地域ともに楽観度が回復する結果となった。しかし、日本の CFO の楽観度はアフリカと並び 40 台と低いレベルにとどまっている。また、世界的に自国経済に対する楽観度よりも自社業績に対する楽観度の方が高い傾向にある。世界的に自社業績に対する楽観度は 60～75 となっているのに対し、日本は 55 と相対的に低く、前期と比較しても 2 ポイント低下した。

図表 1 世界の CFO の楽観度指数

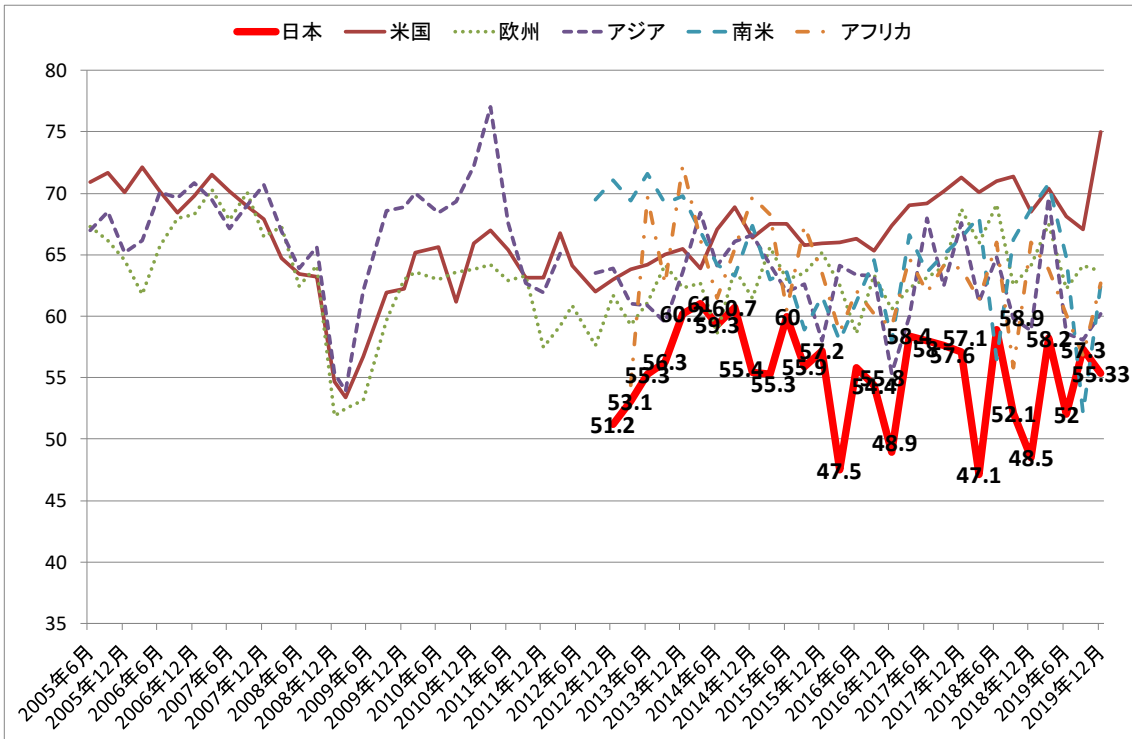
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	46.1	△ 3.2	55.3	▲ 2.0
米国	66.6	△ 4.0	75.0	△ 7.9
欧州	59.7	△ 0.5	63.7	▲ 0.4
アジア	51.9	△ 1.2	60.2	△ 2.1
南米	58.2	△ 17.6	62.5	△ 10.4
アフリカ	43.5	△ 4.4	62.7	△ 5.9

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



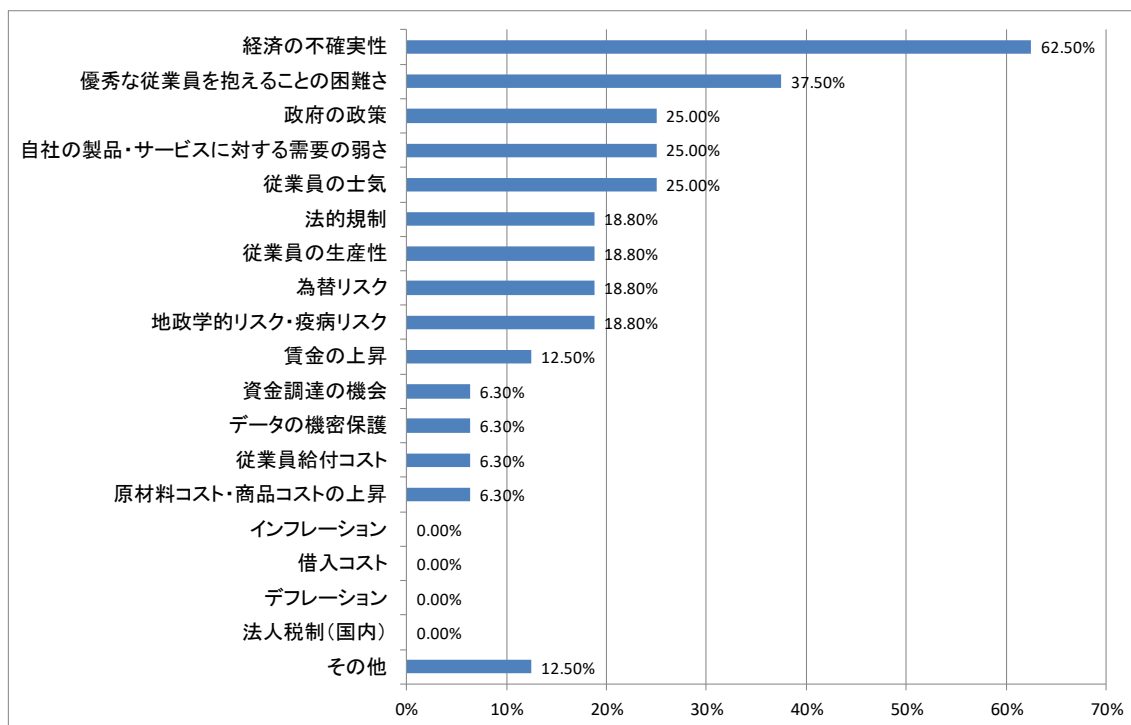
図表 3 世界の CFO の自社に対する楽観度指数



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。



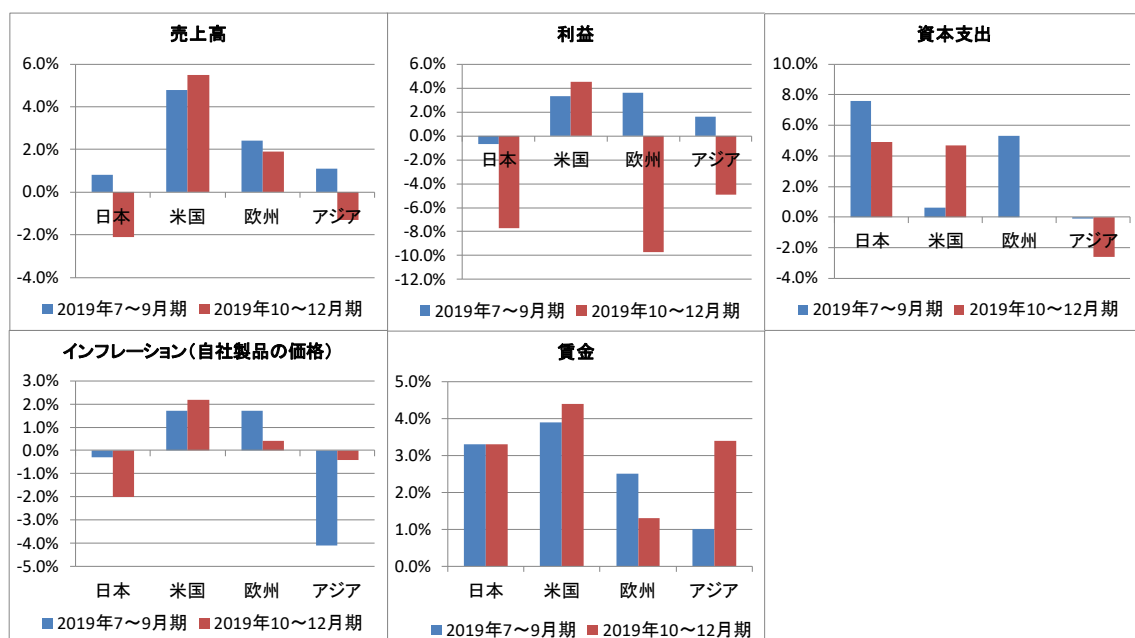
前期に引き続き、日本の CFO の懸念事項として経済の不確実性がトップに挙げられた。6割以上の CFO が今後の経済の不確実性に懸念を抱いており、これは日本の CFO の楽観度の低さとも一致している。優秀な従業員の確保も、依然として CFO の重要な懸念事項となっており、先行き不透明な経済状況の中、適時適格に対応できる優秀な人材の確保は、どの企業にとっても喫緊の課題であると思われる。

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り、図表 6 は前回調査比である。日本は、売上、利益ともに、他のアジア地域と並んでマイナス予想であり、欧州においても利益はマイナス予想となっている。これらの地域では、依然として自社製品価格の上昇を見込んでいない。一方、米国やラテンアメリカ、アフリカでは、売上、利益ともに増加予想であり、地域によって若干ばらつきがある。資本支出や技術投資、研究開発費の見通しに関しては、日本は全て増加予想となっており、将来の長期的成長に向けた投資に期待したい。

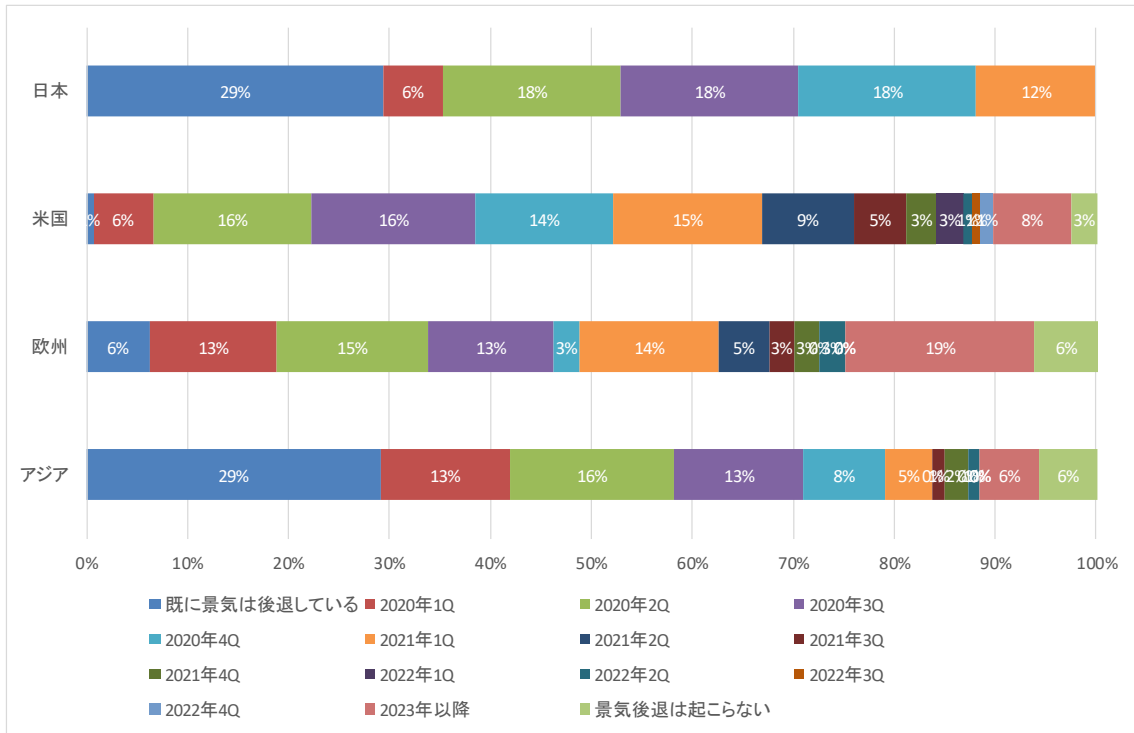
図表 5 今年度は、前年度と比較して以下の項目がどの程度変化すると思いますか？

	日本	米国	欧州	アジア	南米	アフリカ
売上高	-2.1%	5.5%	1.9%	-1.3%	7.7%	4.1%
利益	-7.7%	4.5%	-9.7%	-4.9%	3.1%	11.4%
資本支出	4.9%	4.7%	0.0%	-2.6%	2.6%	2.8%
技術投資	4.5%	4.1%	3.7%	4.9%	17.8%	4.1%
研究開発費	4.6%	2.7%	1.5%	2.5%	4.0%	2.9%
マーケティング・広告宣伝費	-4.4%	1.6%	1.0%	-2.2%	6.1%	4.4%
正規社員数	3.8%	3.0%	-1.8%	1.7%	1.3%	1.3%
賃金・給与	3.3%	4.4%	1.3%	3.4%	4.2%	7.6%
医療費	1.8%	6.4%	1.6%	2.1%	6.5%	8.0%
インフレーション(自社製品の価格)	-2.0%	2.2%	0.4%	-0.4%	4.1%	4.5%

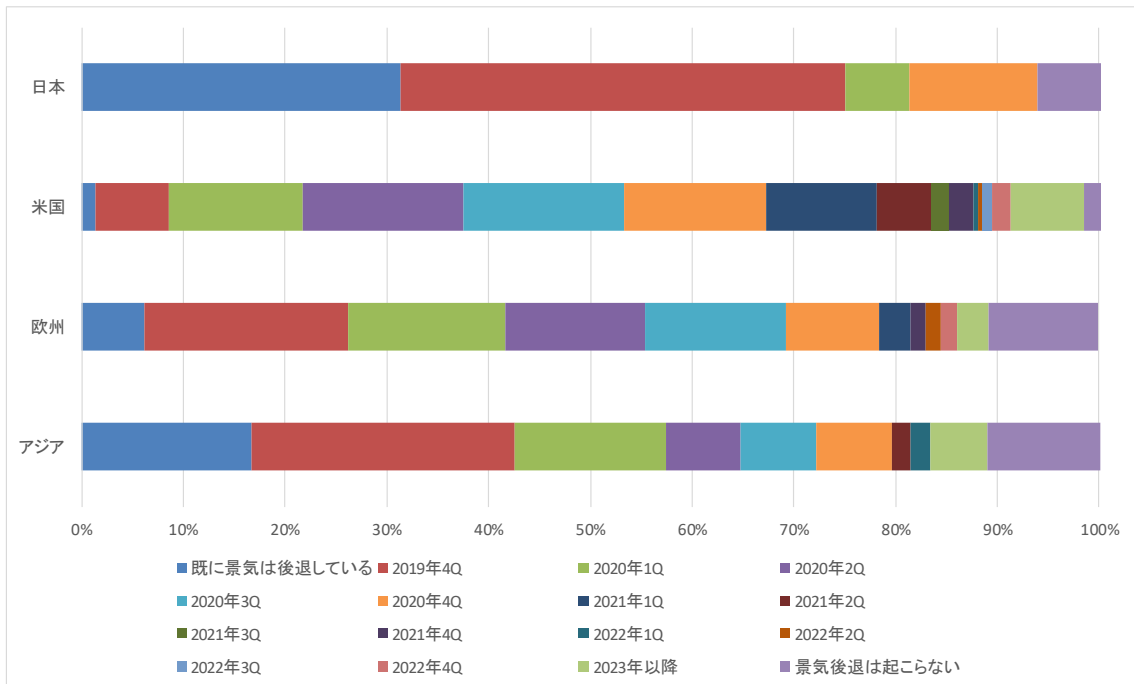
図表 6 各項目別の前期との比較



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？



(参考) 2019年第3四半期での調査結果

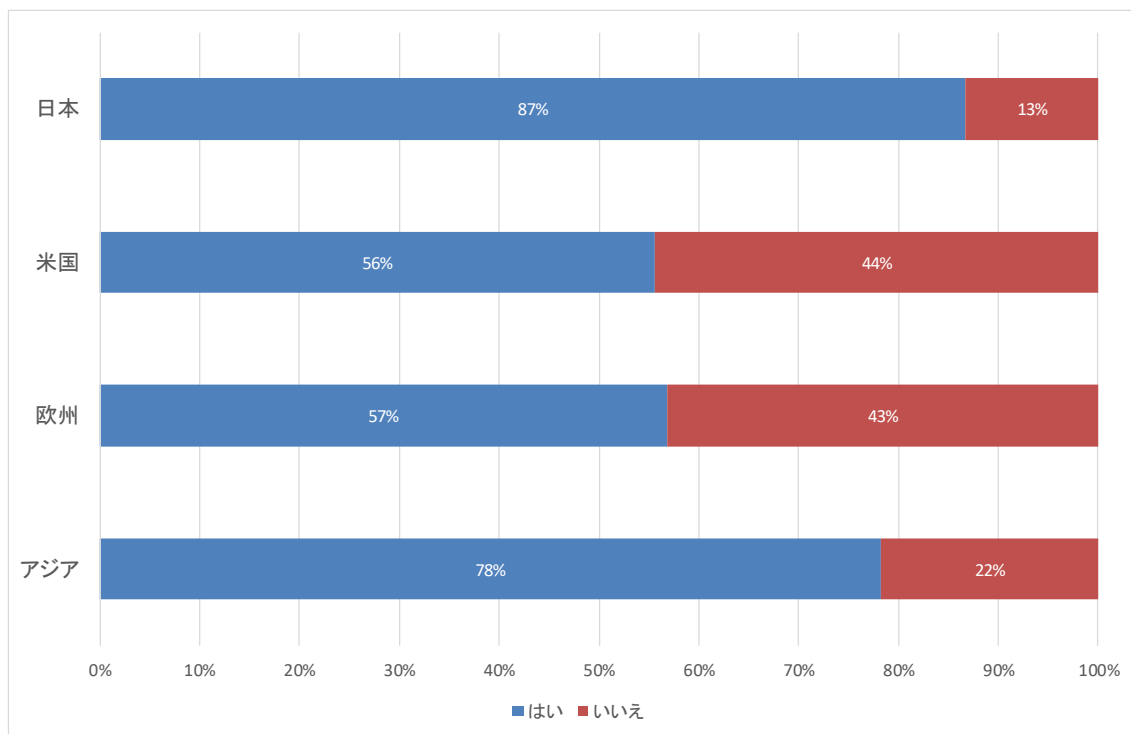


図表 7 は、景気後退が起きる時期に関する調査結果である。参考として、2019 年第 3 四半期に行った同様の質問の調査結果を載せている。前回調査時と同様に顕著なのは、日本では、既に景気は後退していると回答した CFO が 3 割にのぼり、米国や欧州（1 ケタ台）と比較して非常に多いことである。前回と若干異なるのは、他のアジア地域においても、日本と同様に既に景気は後退していると感じている CFO が 3 割に増加した点である。アジア地域全体に景気減速感が広まり始めているようである。

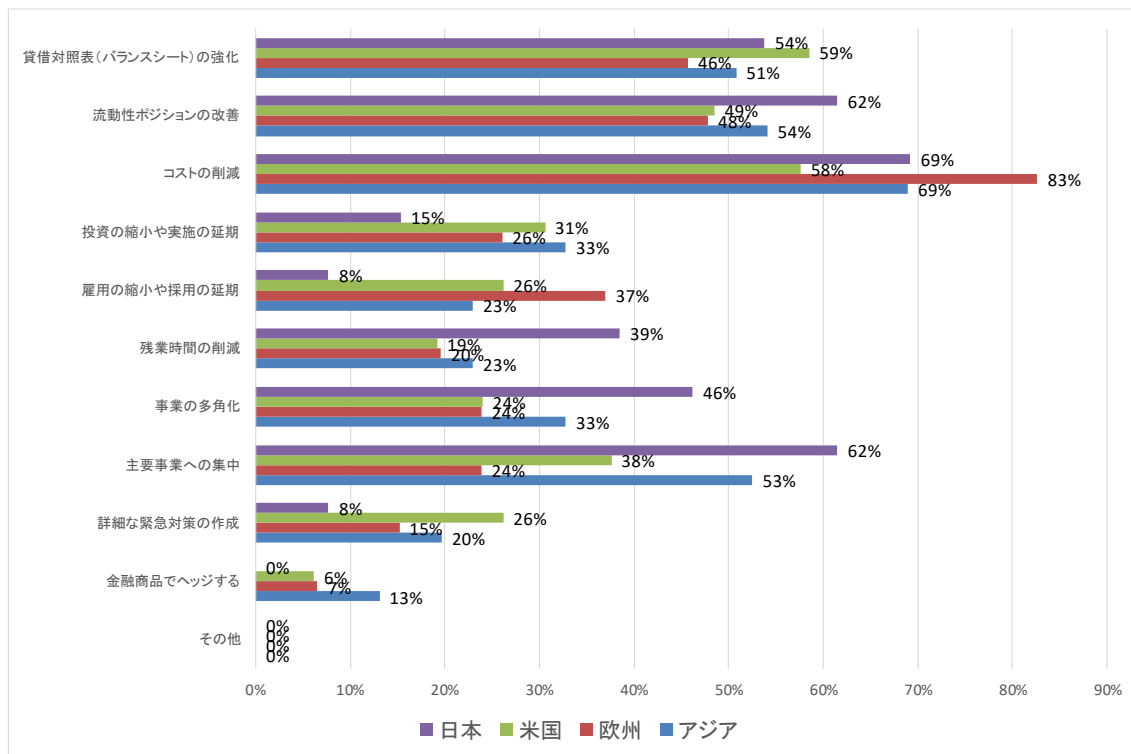
さらに、2020 年末までに景気後退が起これと考える日本の CFO は前期と同様 9 割にのぼり、世界的に最も多い。前回調査時には、2020 年末までの景気後退を予想する米国や欧州の CFO が 7 割～8 割であったが、今期は 5 割前後に減少していることを考えると、日本の企業を取り巻く状況が厳しいことがうかがえる。

今回のグローバル調査では、(1) 将来の景気後退に対する準備、(2) 手元資金の取り崩し、(3) 事業計画における売上予想の見直し/更新、について調査をしている。

図表 8 貴社は、将来に起きる可能性のある景気後退に対して準備をしていますか？



図表 9 自社は景気後退に対して次のような準備をしています (図表 8 で「はい」と答えた回答者のみ。複数回答可)。



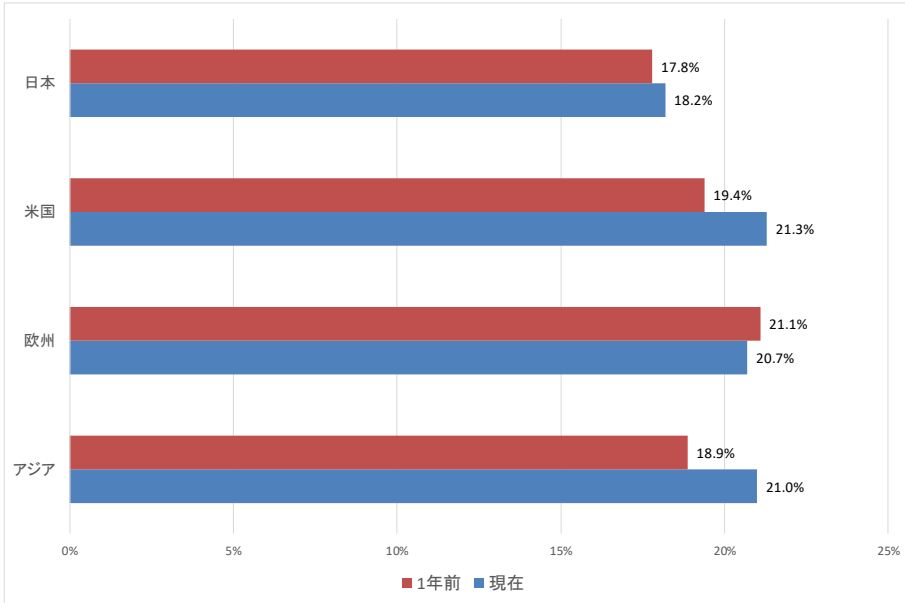
図表 8 は、将来の景気後退に対する準備に関する調査結果を示している。日本では、約 8 割が景気後退に対する準備をしていると回答しており、米国や欧州の 6 割弱と比較して多くなっている。これは、前述の既に景気が後退していると感じている日本の CFO が米国や欧州の CFO と比較して多い点と呼応しているといえる。同様にアジアの CFO も約 7 割が景気後退に対する準備をしており、アジア全体の景気後退感が強いことがうかがえる。

図表 9 は、今後の景気後退に対して具体的にどのような準備をしているかについての回答を示している。多くの地域に共通しているのが、「コストの削減」がトップに挙げられている点であり、欧州では 8 割以上、日本とアジアでは約 7 割、米国では約 6 割が、景気後退への準備としてコスト削減を重要視している。次いで「流動性ポジションの改善」や「バランス・シート強化」が挙げられている (約 5 割～6 割)。

一方、米国や欧州と比較して、日本や他のアジア地域に特徴的なのが、「主要事業への集中」が景気後退への準備として 3 番目に多く挙げられている点である。米国や欧州では、「主要事業への集中」を挙げている CFO は 2 割～3 割程度であるのに対し、日本や他のアジア地域では 5 割～6 割の CFO が景気後退への準備として挙げている。米国や欧州と比較して、日本やアジアにおいてはまだ事業活動全体としての「主要事業への集中」という課題

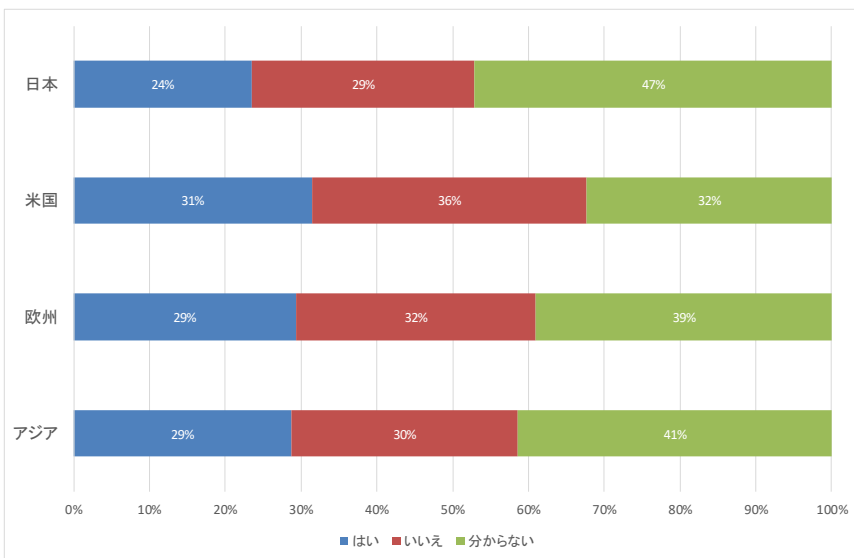
に対応できていない企業が多いことが推察される。

図表 10 貴社は、総資産に対して現預金および有価証券をどれくらい保有していますか。



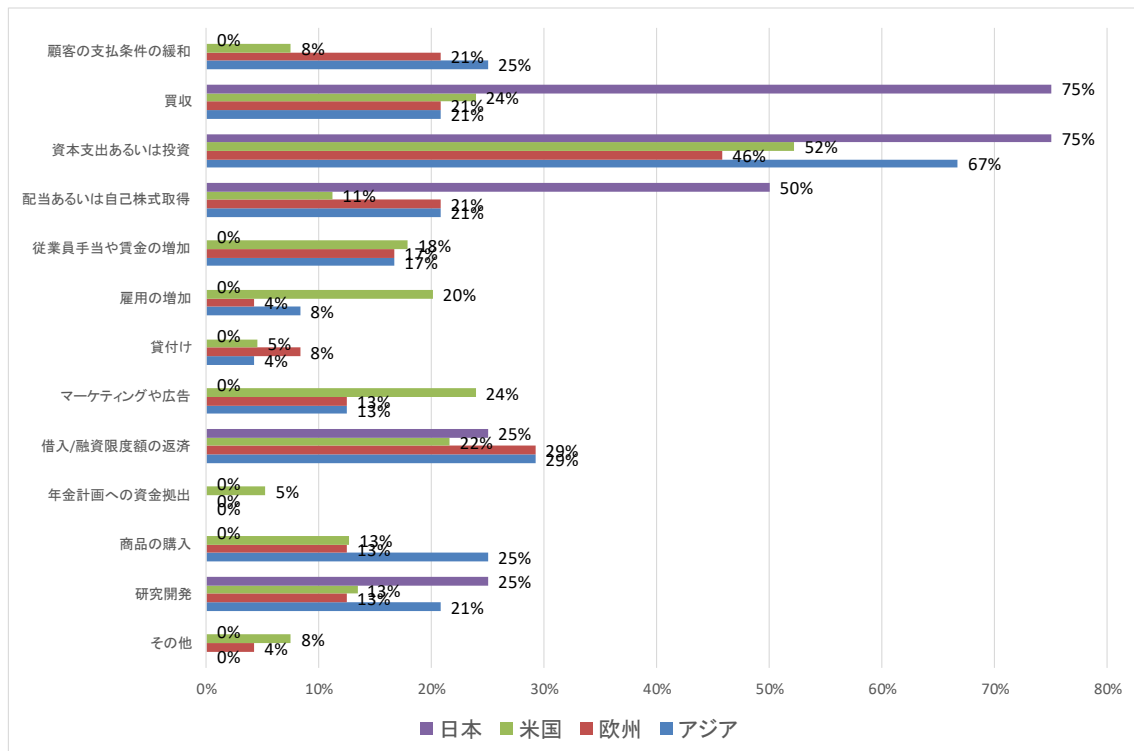
図表 10 は、1 年前と現在の総資産に対する現預金および有価証券の保有割合の変化を表している。欧州を除き、日本、米国、他のアジア地域において 1 年前よりも現預金および有価証券の保有割合が上昇している。欧州における低下もわずかであり、米国、欧州、他のアジア地域の現在の現預金および有価証券の保有割合は 20%を超えているが、日本の保有割合は 1 年前よりわずかに上昇したものの約 18%となっている。

図表 11 貴社は、向こう 12 ヶ月の間に手元資金の取り崩しを開始しますか？

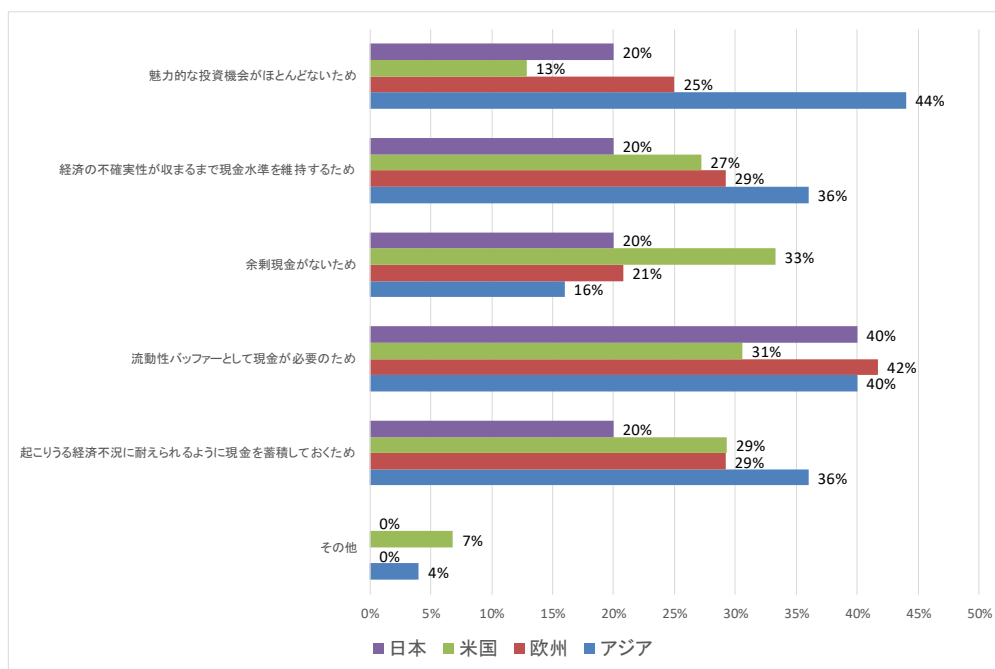


図表 11 は、手元資金の取り崩しに関する回答結果を示している。米国や欧州、他のアジア地域においては、約 3 割の CFO が今後 12 ヶ月の間に手元資金を取り崩すと回答しているのに対し、日本では手元資金を取り崩すと回答している CFO は 24%に留まる。今後の経済状況の不透明感が手元資金の維持に向かわせていると思われる。

図表 12 累積した手元現金はどのような用途に使用されますか？（図表 11 で「はい」と答えた回答者のみ。複数回答可）。



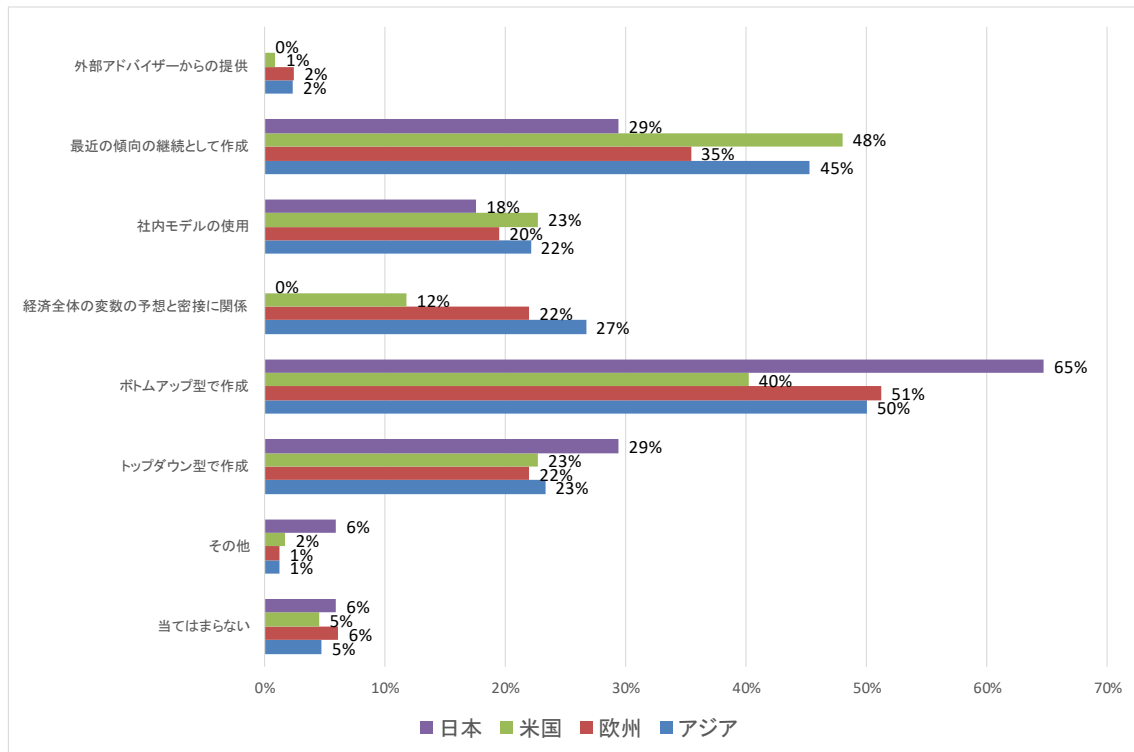
図表 13 なぜ使用しないのですか？（図表 11 で「いいえ」と答えた回答者のみ。複数回答可）。



図表 12 は、引き続き、手元資金を取り崩した場合の資金用途に関する回答結果を示している。全地域ともに、手元資金の用途として「資本支出あるいは投資」がトップに挙げられている（5割～7割超）。一方、他の地域と比較して顕著なのが、日本では手元資金の用途として、「買収」が非常に多いことである。米国や欧州、他のアジア地域では手元資金の用途として買収は2割程度にど止まるのに対し、日本では7割以上となっている。

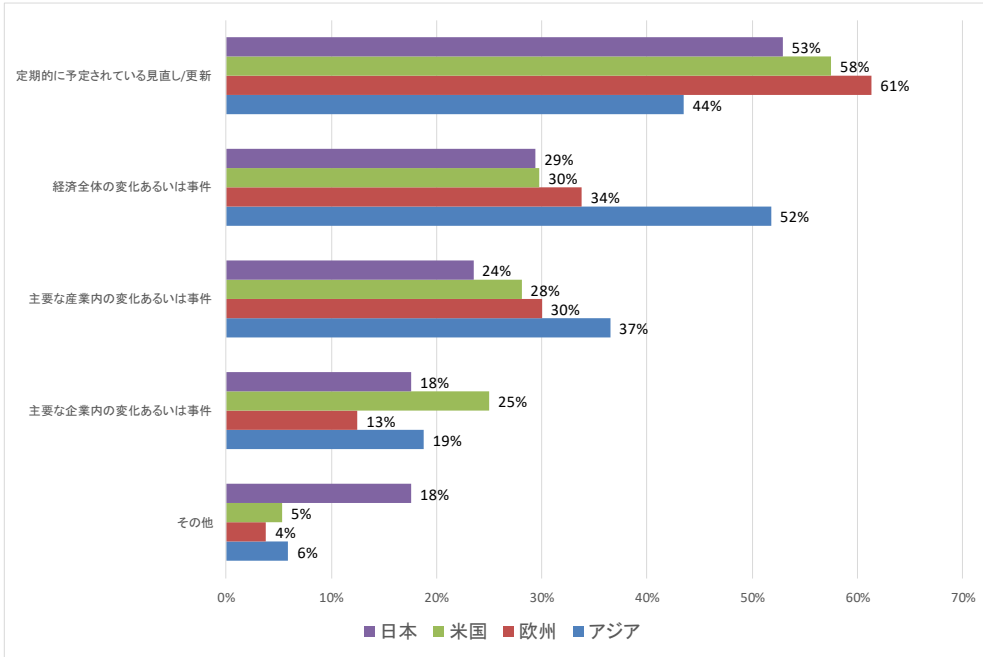
図表 13 は、手元資金を取り崩さないと回答した CFO に、その理由を質問した回答結果である。地域ごとにややバラつきがあるが、多くの地域に共通しているのは、「流動性バッファとして現金が必要のため」を挙げた CFO が多い点であり、約4割の CFO が手元資金を取り崩さない理由としている（米国では約3割）。一方、米国では、他の地域と比較して「余剰現金がないため」を理由として挙げた CFO が3割以上と最も多くなっている点、他のアジア地域では、「魅力的な投資機会がほとんどないため」を理由に挙げた CFO が多い（4割以上）点、が特徴的である。累積した手元資金に関しては、各地域ともに、いかに有効に事業活動に活用していくか重要な課題といえる。

図表 14 貴社は、事業計画の中で使用する会社全体の売上収益予想をどのように作成しますか？（複数回答可）。

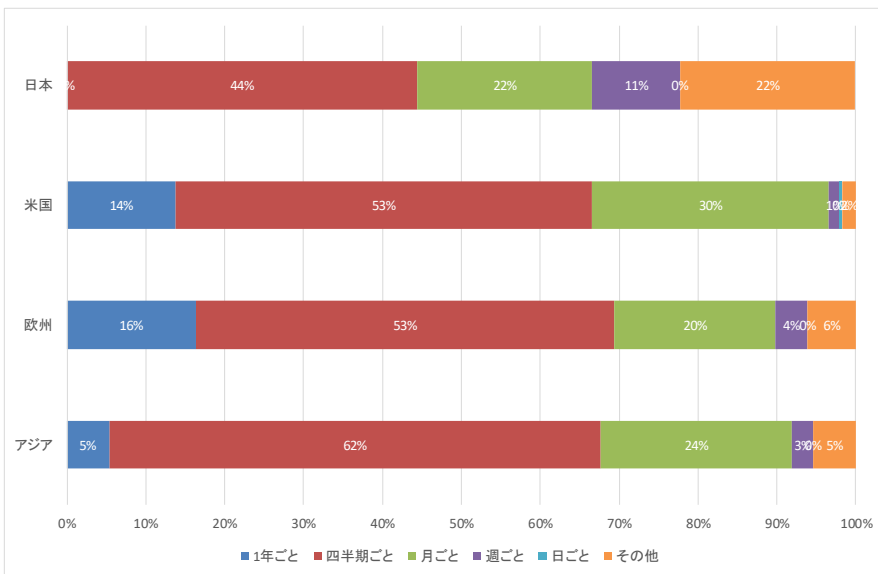


図表 14 は、事業計画の中で使用する会社全体の売上収益予想の作成方法に関する調査結果である。日本、欧州、他のアジア地域において、「ボトムアップ型での作成」が最も多く、特に日本は 65% の CFO がボトムアップ型で売上収益予想を作成していると回答している。一方、米国では「最近の傾向の継続として作成」が最も多かった（約 5 割）。また、全地域ともに、「外部アドバイザーからの提供」によって売上収益予想を作成している企業は、ほとんどなかった。

図表 15 近年、貴社の事業計画において依拠する売上予想の見直し/更新をもたらしたものは何ですか？（複数回答可）。



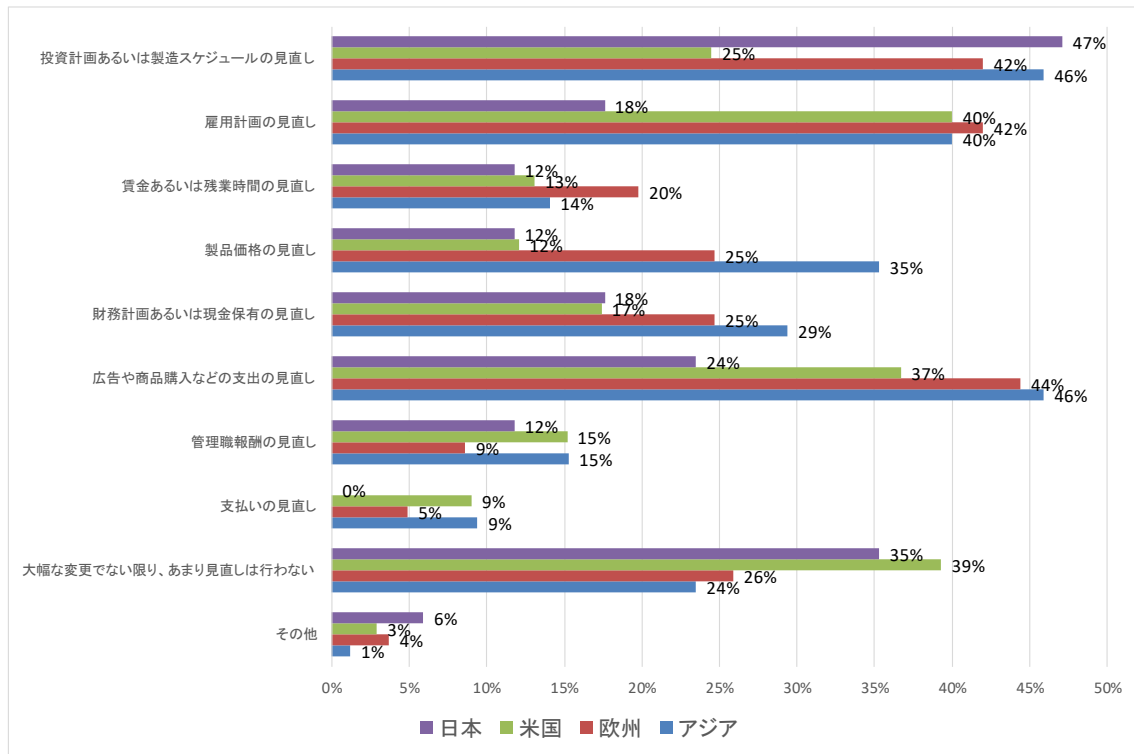
図表 16 頻度はどれくらいですか？（図表 15 で「定期的に予定されている見直し/更新」と答えた回答者のみ）。



図表 15 は、近年、事業計画において依拠する売上予想の見直し/更新をもたらしたものに
関する回答結果を示している。日本、米国、欧州においては、「定期的に予定されてい
る見直し/更新」と回答した CFO が最も多く 5 割～6 割であったのに対し、他のアジア地
域においては、「経済全体の変化あるいは事件」と回答した CFO が最も多く、5 割超にの
ぼった。

図表 16 は、図表 15 の質問で「定期的に予定されている見直し/更新」と回答した CFO
に対するその更新頻度に関する回答結果を示している。全地域ともに、「四半期毎」に定
期的な見直し/更新をおこなっていると回答した CFO が最も多く、4 割～6 割にのぼる。
「月毎」の見直し/更新と回答した CFO も 2 割～3 割いることから、経済の先行きが不透
明な中、比較的短期での計画見直し/更新が浸透していることがうかがえる。

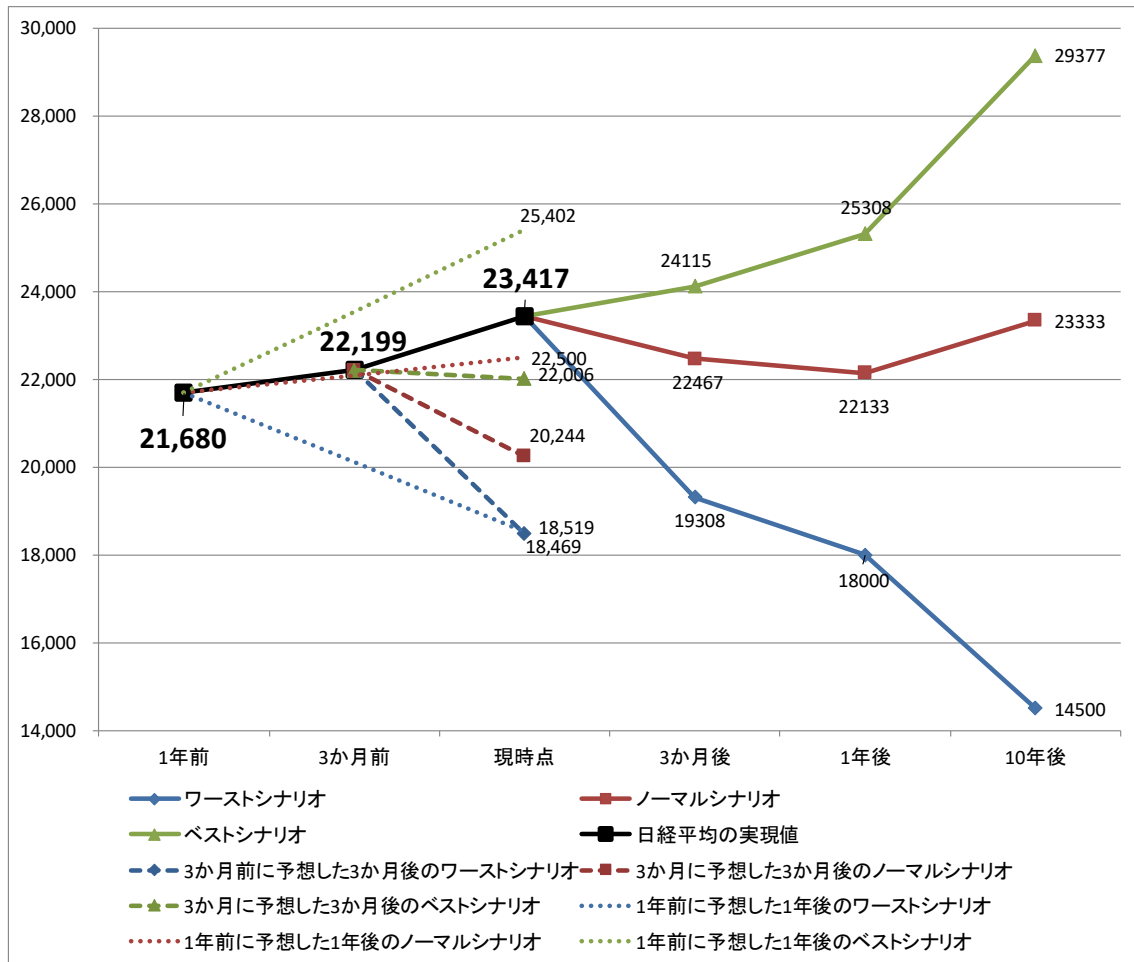
図表 17 売上収益の実績値が予想と異なった場合、通常、貴社は他にどのような見直しを行いますか？（複数回答可）



図表 17 は、売上収益の実績値が予想と異なった場合の他の計画の見直しに関する回答結果であるが、地域ごとにややバラつきがある。日本では、「投資計画あるいは製造スケジュールの見直し」を挙げた CFO が最も多く 5 割近くにのぼった。一方、米国では、「雇用計画の見直し」と「大幅な変更でない限りあまり見直しを行わない」と回答した CFO がほぼ同列でトップ（約 4 割）となった。欧州では、「広告や商品購入などの支出の見直し」を挙げた CFO が最も多かった（4 割超）。

さらに、特徴的なのは、日本以外の地域では約 4 割の CFO が、「雇用計画の見直し」を行うと回答しているのに対し、日本では、同様の回答をした CFO が 18% にすぎないことである。依然として、日本企業における雇用計画の位置づけは、他の地域と隔たりがあるように思われる。

図表 18 2019年11月18日の日経平均株価は23,416.76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 18 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。日経平均はこの1年間上昇基調で推移してきているが、ノーマルシナリオでは今後2万2~3千円台を推移する予想となっている。一方、ベストシナリオでは1年後に2万5円台予想、ワーストシナリオでは1年後に1万8千円台予想と、全体としてやや幅のある予想となっている。景気後退懸念が今後の企業活動および株価にどのような影響を与えていくか、注視していきたい。

図表19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 19 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
	5 31.3%	11 68.8%	16 100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	12 70.6%	5 29.4%	17 100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	10 66.7%	5 33.3%	15 100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	16 94.1%	1 5.9%	17 100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	7 41.2%	10 58.8%	17 100.0%
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
	5 29.4%	12 70.6%	17 100.0%
g. 海外での売上が最も高い地域	アジア	アジア以外	合計
	8 72.7%	3 27.3%	11 100.0%

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)

2020年の景気後退

米国の CFO の過半数（52%）が、2020 年末までに景気は後退すると考えており、2021 年半ばまでに景気後退が起これると予想する CFO は 76%にのぼる。

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。

「ビジネスリーダーたちは、今期サーベイにおいても、米国の経済不況は大統領選前あるいは同時期に起これると予想している。わたしは、2020 年の夏から秋にかけて、大統領選自体の不確実性が、企業の事業拡大を遅らせると予想している。」

アジアの CFO の 79%が、2020 年の第 4 四半期までに自国の景気は後退すると考えている。同様に、アフリカの CFO の 77%、カナダの CFO の 67%、ラテンアメリカの CFO の 55%、欧州の CFO の 49%が、2020 年末までに景気後退が起これると予想している。

コスト削減と現金保有の増加

米国企業の 56%が、景気後退への準備を進めていると述べている。これらの企業のうち 59%の企業がバランス・シートを強化し、58%の企業がコストを削減し、49%の企業が流動性を高め、31%の企業が投資の見直しや延期をしている、と述べている。

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・ビジネスのキャンベル・R・ハーベイ教授は、次のように述べている。

「前回の経済不況時、CFO たちは、自らの計画性が欠如していたため、ほとんどの人にとって予期しない急激な不況をもたらす結果となった、と述べている。しかし、2020 年、2021 年の景気後退は予期しないという CFO は無鉄砲であると言わざるを得ない。景気後退は CFO のコントロール範囲外ではあるが、自社への影響に関しては CFO がかなりの部分で対処できる。今回は、CFO が景気後退に対していかに準備するかを試されているといえるだろう。」

企業は、引き続き経済の不確実性に備えて現金保有を増加させている。

ハーベイ教授は、これに関連してさらに次のように述べている。

「現金保有を高めて負債を減らすのは、景気後退を和らげる最も明白な戦術である。」

また、米国企業の 54%が、経済不況がおさまらず貸し出し市場を引き締めた場合、流動性と購買力を維持するために、2020 年中に自社の保有現金を取り崩す可能性は低いと述べている。

最も喫緊の課題

米国企業において有能な人材の採用と雇用維持はトップ懸念事項であり、半数近くの CFO が雇用問題は最も喫緊の課題の一つであると述べている。経済の不確実性が 2 番目の懸念事項として挙げられ、続いてデータセキュリティ、従業員手当の負担増加が懸念事項として挙げられている。

世界的に、経済の不確実性は CFO の主要な懸念事項となっており、ラテンアメリカの CFO の 70%近くが経済の不確実性をトップ懸念事項に挙げている。同様にアジアの CFO の 58%、欧州の CFO の 51%が、トップ懸念事項に経済の不確実性を挙げている。

発展途上国の多くの経営者たちは為替リスクと政府の政策に悩まされており、欧州の経営者たちは規制に懸念を抱いている。

楽観度指数

経済不況が懸念される状況下にあっても、米国はビジネス環境全般に関する楽観度において、引き続き世界をリードする形となっている。今期の米国の楽観度は 67 で、欧州は 60、ラテンアメリカは 58、カナダは 57、アジアは 52、アフリカは 44 であった。

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 95 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