

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9月（第3四半期）

2019年10月9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 94 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 3 四半期）の調査期間は、2019 年 8 月 27 日～9 月 12 日であり、世界中で総計 532 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 247 名、アジア 54 名（日本の CFO16 名を含む）、欧州 67 名、ラテンアメリカ 127 名、アフリカ 37 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。

- 世界全体として自国経済や自社業績見通しに対する CFO の楽観度は好転していない。引き続き世界的な景気後退懸念が広がっており、CFO は設備投資に慎重になっている。
- 本サーベイのディレクターである Duke 大学のジョン・グラハム教授は、「CFO の楽観度がこれほど低いのは、失業率が 5%であった 2016 年 9 月以降初めてである。世界の全地域で CFO の楽観度は低くなっており、米国で生じている景気後退はさらに悪化すると思われる。」「ここ 10 年で初めて、世界経済を牽引する強固な経済的基盤をもった地域が全く見当たらない。貿易戦争と広範に及ぶ経済の不確実性が、世界的な経済見通しにマイナスの影響を与えているといえる。」と述べている。
- 日本の楽観度も、前回調査時と比較し若干回復したものの依然として低いレベルであり、2019 年末までに景気が後退すると回答した日本の CFO は 7 割を超えた。
- 超低長期金利が経済全体や企業に対して全体としてマイナスの影響を与えていると回答した CFO は、日本や欧州では約 4 割、米国では半数超であった。
- 投資プロジェクトを遂行する際の重要な評価方法として、日本では回収期間がトップで NPV 法が 2 番目であったが、米国では、回収期間、投資利益率 (ROI)、内部収益率 (IRR) がほぼ同レベルで重要な手法として挙げられた。
- 日経 225 や S&P500 の推移に関する日米の CFO の熟知度には差がみられ、推移を特にフォローしていないと回答した米国の CFO はわずか 0.9%であったのに対し、日本では 25%の CFO が日経 225 を特にフォローしていないと回答した。米国の CFO と比較して、日本の CFO は株式市場の動向の実体経済への影響を小さいと見込んでいることを示唆する。

2. 楽観度に対する国際的調査結果

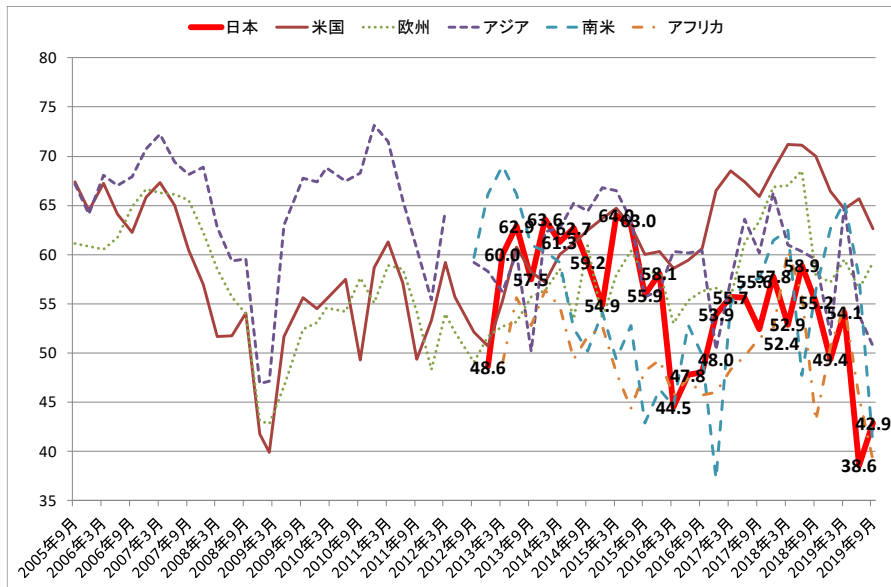
図表1は、2019年第3四半期における世界のCFOの楽観度指数を表している。図表2、図表3は、世界のCFOの自国経済と自社の業績見通しに対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。世界的に楽観度が大幅に悪化した前期と比較して、今期は日本や欧州で楽観度がやや回復した。しかし、日本経済に対する楽観度は依然として非常に低いレベルの40台に留まる。米国や日本以外のアジアの楽観度は前期より悪化し、特に南米の楽観度の落ち込みが激しい。引き続きCFOの間に景気減速懸念が広がっていると考えられる。

図表1 世界のCFOの楽観度指数

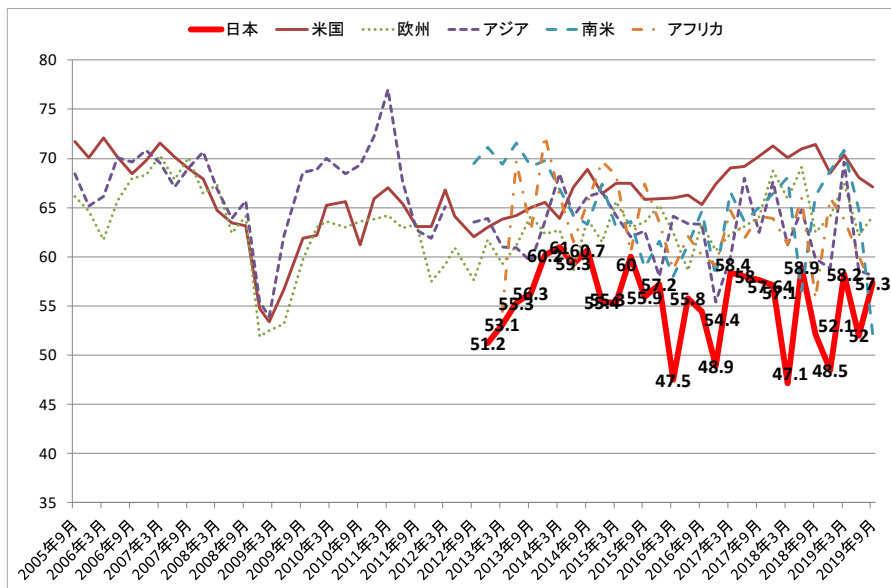
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	42.9	△ 4.3	57.3	△ 5.3
米国	62.6	▲ 3.1	67.1	▲ 1.0
欧州	59.2	△ 2.7	64.1	△ 1.9
アジア	50.7	▲ 3.1	58.1	▲ 0.5
南米	40.6	▲ 17.1	52.1	▲ 12.7
アフリカ	39.1	▲ 6.4	56.8	▲ 3.3

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



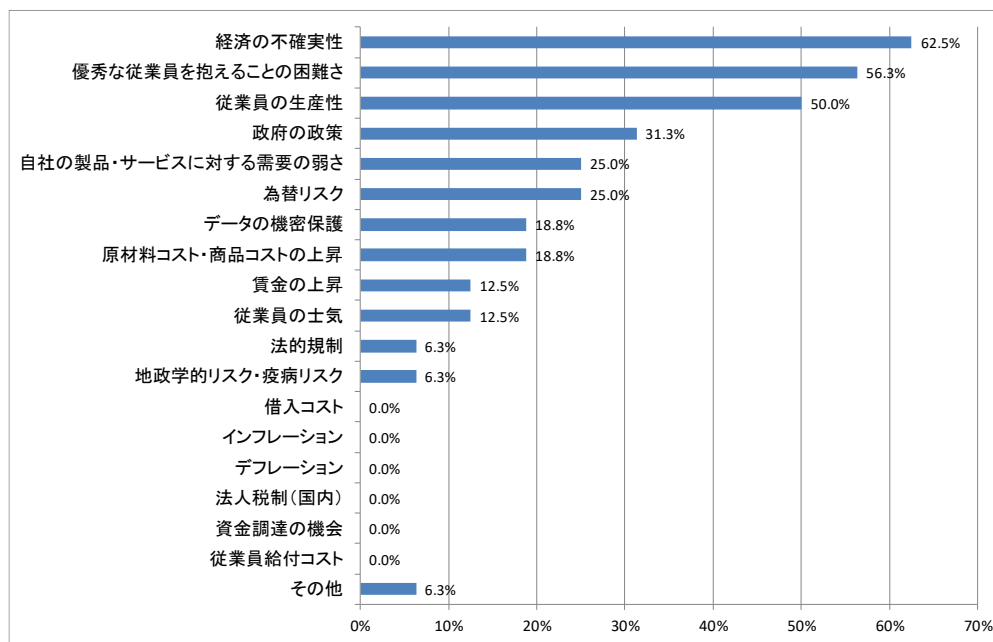
図表 3 世界の CFO の自社に対する楽観度指数



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。



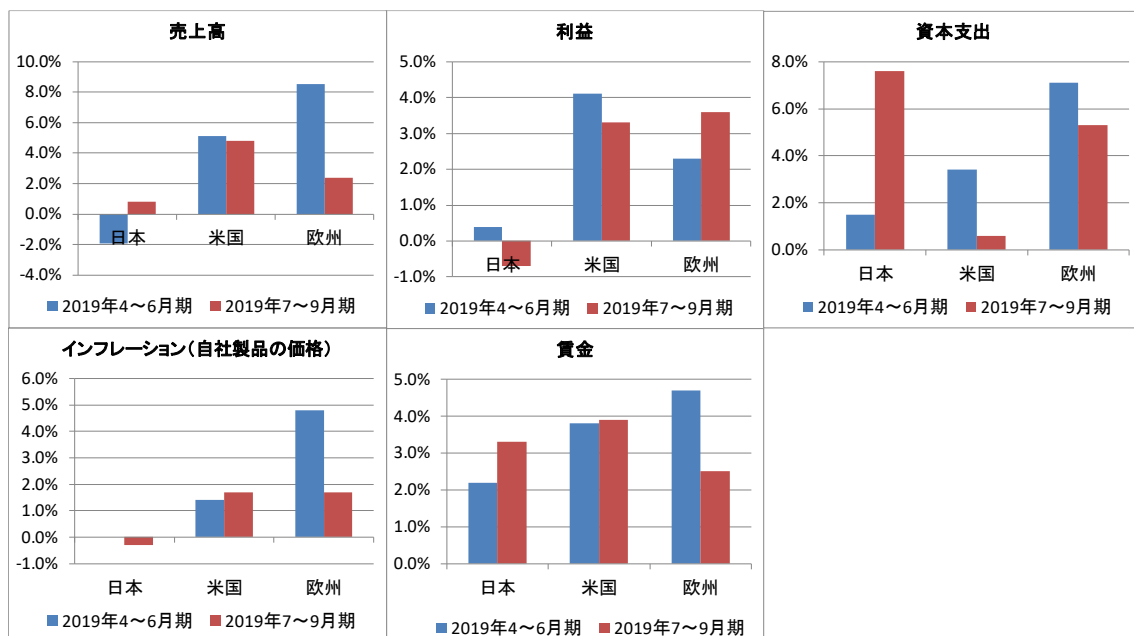
今期調査では、前期に引き続き日本の CFO の懸念事項として経済の不確実性がトップに挙がり、6割以上の CFO が懸念事項と考えている結果となった。世界の他の地域の調査結果をみても、経済の不確実性はトップ懸念事項となっており、今後の世界経済の行方は引き続き CFO の最大懸案事項であるといえる。優秀な従業員の確保や従業員の生産性に関しても半数以上の CFO が懸念事項に挙げており、優秀な人材の確保は企業にとって喫緊の課題であることがうかがえる。

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。日本は、世界の他の地域と比較して特に売上や利益の成長見込みが低い。特に、利益については他の地域がプラスを見込む中、日本は唯一マイナス予想となっている。一方、資本支出や技術投資、研究開発費に対する見通しは、前期調査時において日本が最も低い予想であったのが一転、増加傾向となっている。景気後退懸念が広がる中、目先の売上増や利益確保は難しいが、将来の長期的成長に向けた投資には消極的でないと言えるのか、今後の動向を注視していきたい。

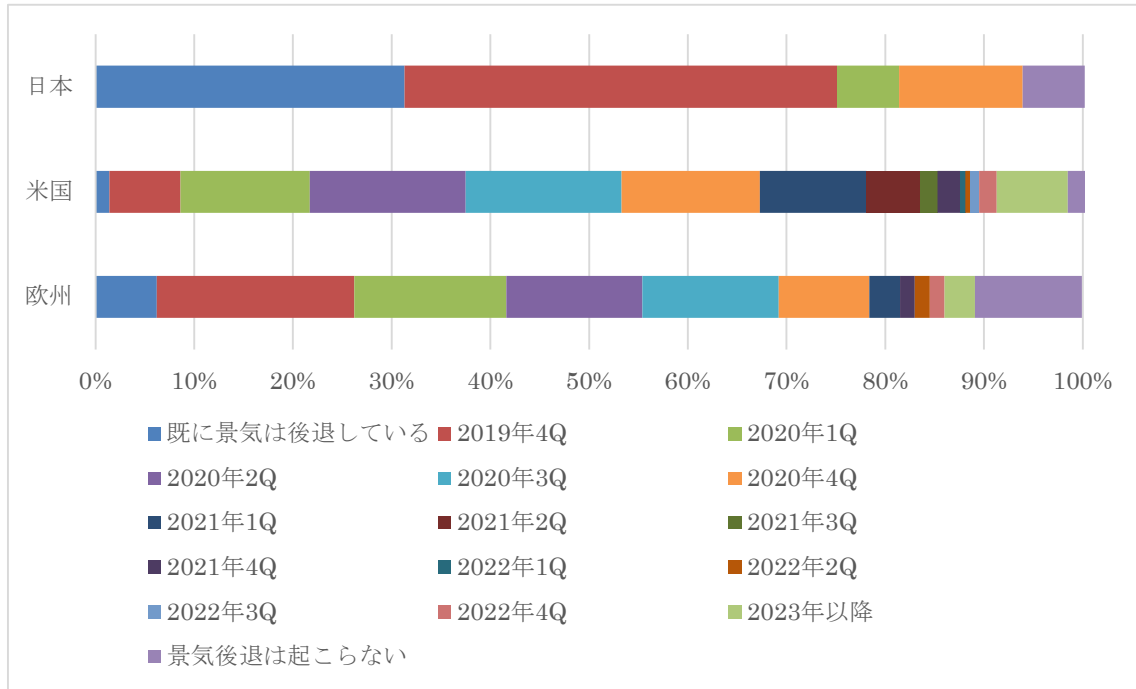
図表 5 今年度は、前年度と比較して以下の項目がどの程度変化すると思いますか？

	日本	米国	欧州	アジア	南米	アフリカ
売上高	0.8%	4.8%	2.4%	1.1%	4.3%	7.0%
利益	-0.7%	3.3%	3.6%	1.6%	4.7%	6.1%
資本支出	7.6%	0.6%	5.3%	-0.1%	2.6%	-4.1%
技術投資	4.3%	5.0%	2.0%	1.6%	2.1%	0.1%
研究開発費	2.3%	0.6%	2.9%	1.2%	0.5%	0.4%
マーケティング・広告宣伝費	-0.1%	1.6%	-0.7%	4.3%	1.5%	5.9%
正規社員数	2.0%	2.1%	0.1%	-0.9%	1.2%	2.1%
賃金・給与	3.3%	3.9%	2.5%	1.0%	3.2%	6.6%
医療費	0.4%	6.1%	0.7%	0.4%	3.4%	4.6%
インフレーション(自社製品の価格)	-0.3%	1.7%	1.7%	-4.1%	2.2%	5.8%

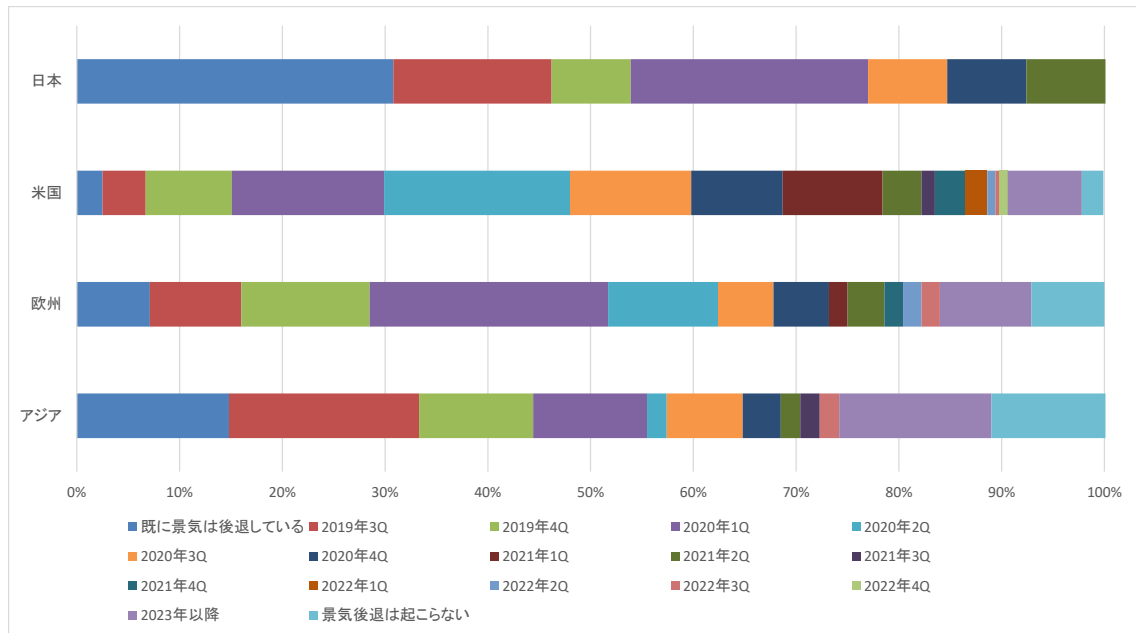
図表 6 各項目別の前期との比較



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2四半期での調査結果

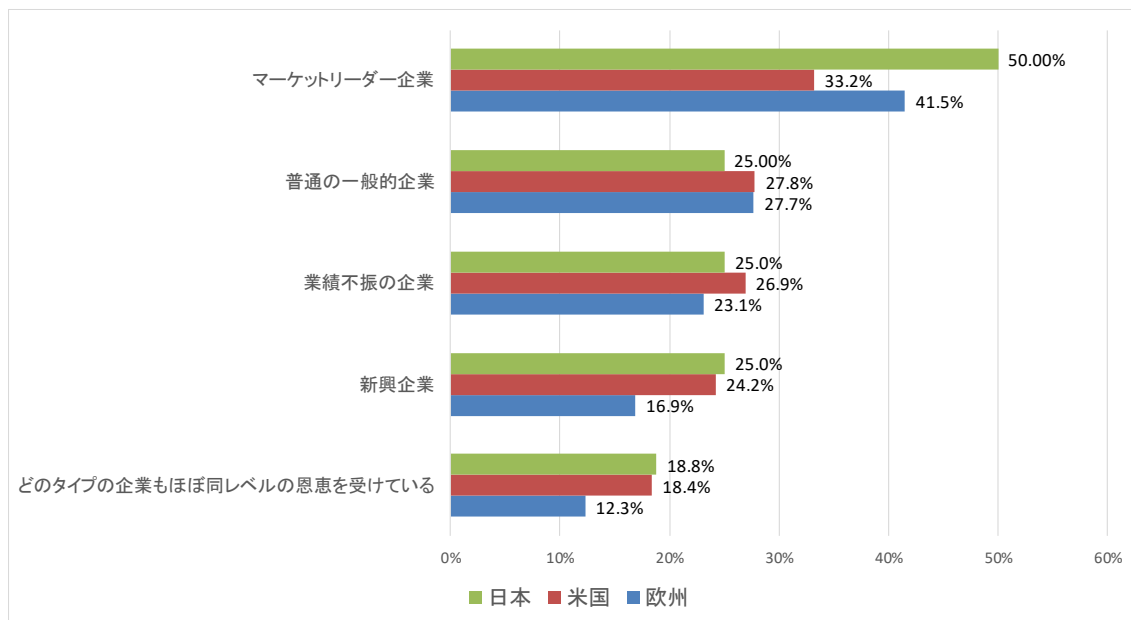


図表 7 は、景気後退が起きる時期に関する今回調査の結果である。参考として、2019 年第 2 四半期に行った同様の質問の調査結果を載せている。顕著なのが、既に景気は後退していると回答した日本の CFO が 3 割を超えており、米国、欧州、他のアジア地域と比較し

で非常に多いことである。さらに、2019年12月末までに景気が後退すると予想した CFO を合わせると日本の CFO の7割超が景気後退に強い警戒感を持っている。米国でも今後1年(2020年第3Q)までに景気後退すると回答した CFO がほぼ6割となっている。世界的に景気減速懸念が広がる中、2020年夏に迫った東京オリンピックを前に、日本経済全体および日本の CFO のマインドがどのように推移していくか興味深いところである。

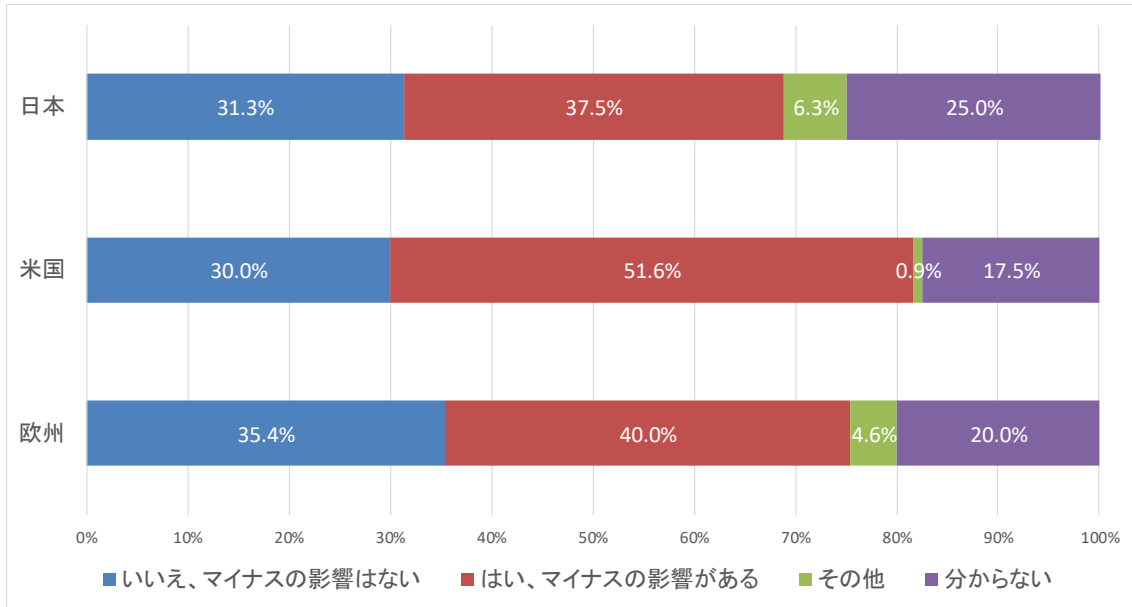
今回のグローバル調査では、(1) 超低長期金利の影響について、(2) 投資プロジェクトの評価方法について、調査をしている。

図表8 非常に低い長期金利は、以下の分類のうち、特定のタイプの企業に、特にプラスとなっていると考えますか？



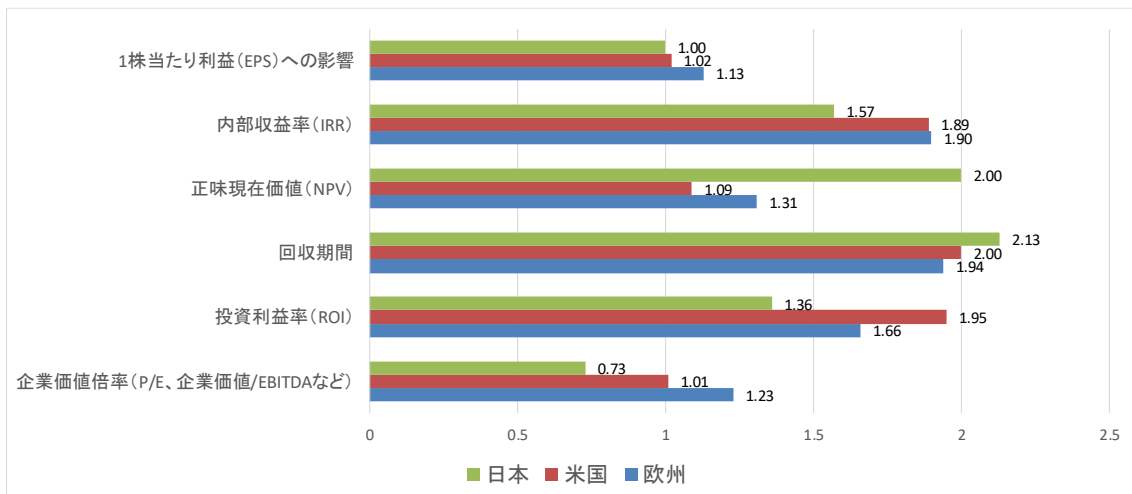
超低長期金利がプラスの影響を与えるタイプの企業は、マーケットリーダー企業であるという見方は、日本、米国、欧州に共通している。特に、日本ではマーケットリーダー企業が超低長期金利の恩恵を受けるタイプの企業であると回答した CFO が50%に上った。どのタイプの企業もほぼ同レベルの恩恵を受けていると回答した CFO は、日本、米国、欧州のいずれの地域でも最も少なく、それぞれ19%、18%、12%であった。

図表 9 非常に低い長期金利は経済全体や企業に対して、全体としてマイナスの影響を与えていますか？



超低長期金利が、経済全体や企業に対して全体としてマイナスの影響を与えているかの質問に関して、日本および欧州では、マイナスの影響があると回答した CFO はおよそ 4 割であったのに対し、米国では過半数の CFO がマイナスの影響があると回答した。

図表 10 貴社が長期の投資プロジェクトを評価する際、大規模プロジェクトを遂行かどうかの貴社の分析において、以下の評価方法はどれくらい重要ですか？

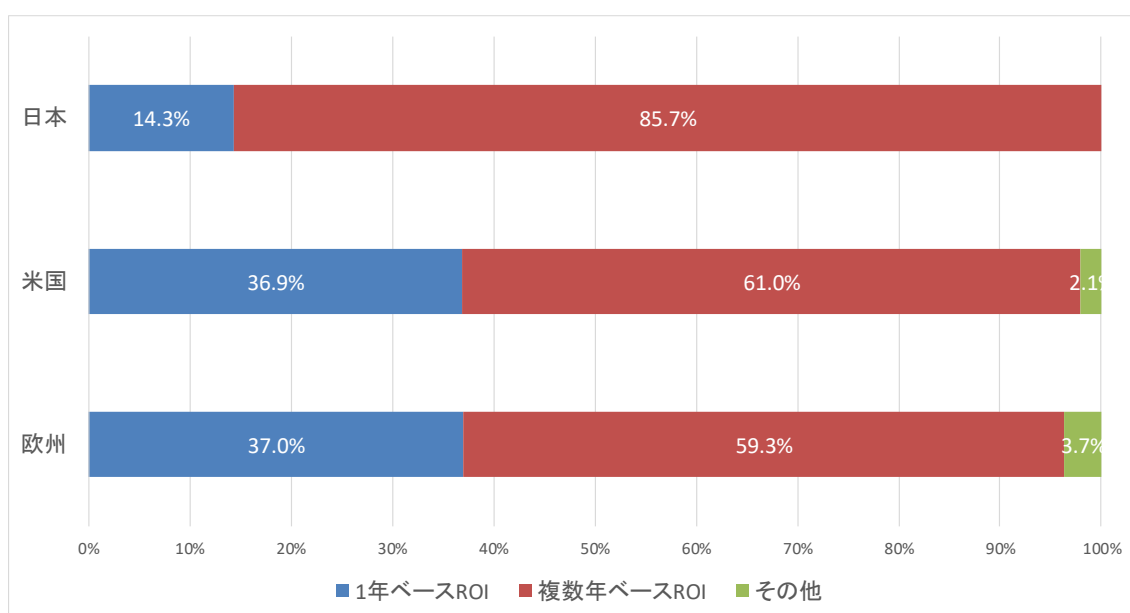


(注) 値が大きいほど重要と回答

投資プロジェクトを遂行する際の評価方法として、日本では回収期間が重要性の高い手法としてトップに挙げられ、次いで正味現在価値 (NPV) が挙げられている。一方、米国では、回収期間、投資利益率 (ROI)、内部収益率 (IRR) がほぼ同レベルで重要な手法として挙げられており、欧州では、回収期間、内部収益率 (IRR)、投資利益率 (ROI) がトップ 3 に挙げられている。日本では、投資プロジェクトの評価方法として投資利益率 (ROI) や内部収益率 (IRR) の重要性が他の地域に比べて低く捉えられているのが特徴的であるといえる。

また、図表 11 は投資利益率 (ROI) についての調査結果を示しているが、投資利益率 (ROI) を使用する際、米国と欧州では、およそ 6 割の CFO が複数年ベースの ROI に基づいて検討すると回答しているのに対し、日本では、8 割超の CFO が複数年ベースの ROI に基づいて検討すると回答している。これは欧米企業が単年度決算の結果も重視せざる得ない状態にあるのに対し、日本企業は相対的に長期的視野で投資プロジェクトを評価可能な状態にあるとも言える。

図表 11 貴社はプロジェクトの選択において投資利益率 (ROI) を使用する場合、主として何に基づいて検討しますか？

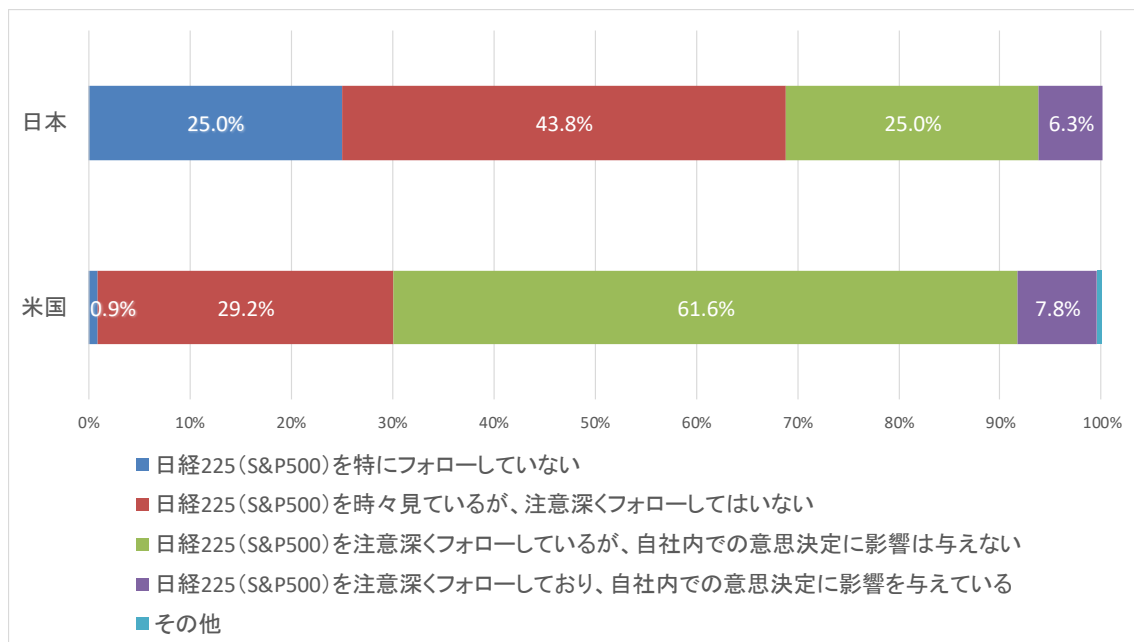


今回の調査では、日本の CFO に対して日経 225 の推移の熟知度、米国の CFO に対して S&P500 の推移の熟知度、を質問している。S&P500 の推移を特にフォローしていないと回答した米国の CFO はわずか 0.9%であったのに対し、日本では 25%の CFO が日経 225 を特にフォローしていないと回答した。また、S&P500 を注意深くフォローしているが自社内での意思決定に影響は与えないと回答した米国の CFO は 62%であったのに対し、日経

225 に関して同様の回答をした日本の CFO は 25%であった。株式市場の推移に対する日米の CFO の感度に大きな差が表れる結果となった。少なくとも米国の CFO の方が株式市場の動向を重視していることは言えそうである。

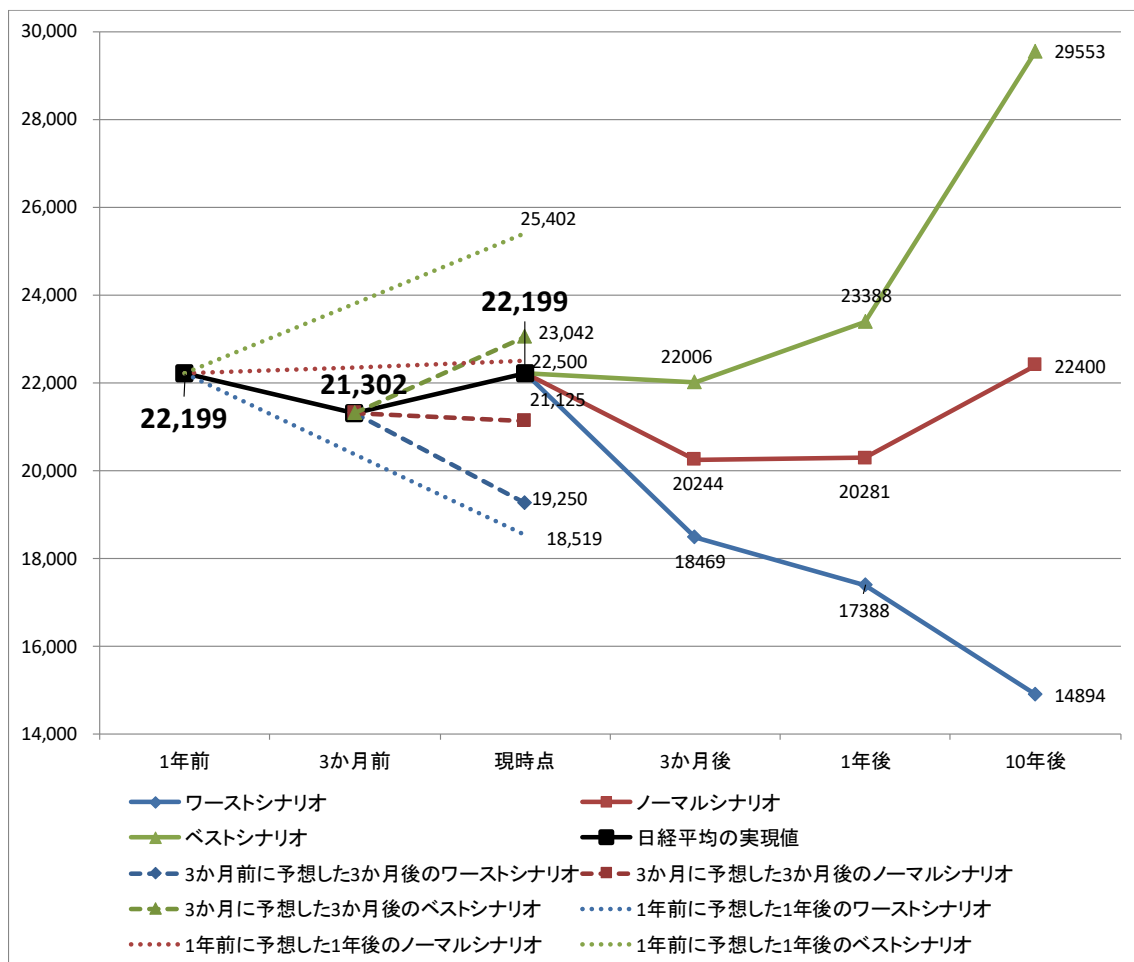
一方、S&P500 を注意深くフォローしており自社内での意思決定に影響を与えていると回答した米国の CFO は 7.8%、同様に日経 225 を注意深くフォローしており自社内での意思決定に影響を与えていると回答した。日本の CFO は 6.3%であり、日米ともに株式市場の動きが必ずしも企業の意思決定に影響を与えることにはつながっていないようである。

図表 12 日経 225 (S&P500) の推移について、あなたはどれくらい熟知していますか？



図表 13 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年間ほぼ横ばいで推移しており、今後の景気減速懸念も相まって日本の CFO のノーマルシナリオでは 2 万円に向けた下落トレンドの予想となっている。ベストシナリオにおいても 1 年後の 2 万 3 千円台予想にとどまり、ワーストシナリオでは 1 年後には 1 万 7 千円台まで落ち込む予想となっている。世界的な景気後退懸念の影響を株価が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 13 2019 年 8 月 26 日の日経平均株価は 20,261.04 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14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 14 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 75.0%	4 25.0%	16 100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	11 73.3%	4 26.7%	15 100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	11 73.3%	4 26.7%	15 100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	9 56.3%	7 43.8%	16 100.0%
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
	4 25.0%	12 75.0%	16 100.0%
g. 海外での売上が最も高い地域	アジア	アジア以外	合計
	11 91.7%	1 8.3%	12 100.0%

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)

悲観論の増加

CFO の楽観度指標は、これまで雇用や GDP 成長率の正確な先行指標となってきたが、今期調査において CFO の楽観度は下落した。前期調査時よりも悲観的であると回答した CFO は 55%にのぼり、前期よりも楽観的であると回答した CFO (12%) を大きく上回る結果となった。

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。

「CFO の楽観度がこれほど低いのは、失業率が 5%であった 2016 年 9 月以降初めてである。世界の全地域で CFO の楽観度は低くなっており、米国で生じている景気後退はさらに悪化すると思われる。」

今期の CFO の楽観度は、米国は 63、欧州は 59、アジアは 51、ラテンアメリカは 41、アフリカは 39 であった。

景気後退は 2020 年秋の米国大統領選挙前に起きると予想

米国の CFO の半数超 (53%) が米国は 2020 年第 3 四半期までに景気後退が起きると考えており、67%の CFO が 2020 年末までに景気が後退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。

「このような CFO の見方は、逆イールドのような他の重要な指標と整合している。経営幹部たちはかつての世界金融危機の時のように無防備な状態で、今回の景気後退を迎えたくはないと考えている。景気後退の多くの前兆があり、今は慎重になるべき時である。景気後退が差し迫っている時に、新しい大規模プロジェクト遂行のために借入を増やして自社を危険に陥れる経営者がいるだろうか？企業の設備投資が減少していることは驚きではない。」

アフリカの CFO の 81%が、自国は 2020 年第 3 四半期までに景気後退が起きるだろうと

予想している。同様に、アジアの CFO の 72%、欧州の CFO の 69%、カナダの CFO の 68%、ラテンアメリカの CFO の 65%が、2020 年第 3 四半期までに自国は景気後退すると考えている。

これに関連して、グラハム教授は次のように述べている。

「ここ 10 年で初めて、世界経済を牽引する強固な経済的基盤をもった地域が全く見当たらない。貿易戦争と広範に及ぶ経済の不確実性が、世界的な経済見通しにマイナスの影響を与えているといえる。」

トップ懸念事項は経済の不確実性と有能な人材の雇用

米国の CFO の懸念事項として経済の不確実性がトップにあがり、有能な人材の採用と雇用維持の困難性に関する懸念を上回った。優秀な人材の採用と雇用維持が第 2 の懸念事項であり、その他の懸念事項として、政府の政策、データセキュリティ、従業員手当の負担増加が挙げられている。

幾つかの例外はあるが、世界の多くの地域で同様の懸念事項が挙げられている。また、新興国では為替リスク、欧州では規制にも懸念を抱いている。

これに関連して、グラハム教授は次のように述べている。

「CFO たちは、自社の人材需要にマッチする有能な人材を雇用できないことに不満を抱いている。人材の不足は様々な技術レベルにおいて生じているようだ。」

世界的に多くの業界で、CFO はエンジニアリング、情報テクノロジー、ソフトウェアプログラミングや販売の分野での人材が不足していると述べている。製造業や鉱業においては、機械オペレーター、機械工、技術者、ドライバーを求人している。また、医療技術者も供給不足となっている。

企業の資本支出の減少

経済が不確実な時には企業の資本支出が減少することが多く、今回調査では今後 12 ヶ月における資本支出の増加予想は 1%に満たないという結果となった。これは、2016 年 9 月以降最も低い伸び率であり、また 2009 年 12 月以降では 2 番目に低い予想となった。

CFO・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイ・ジャパン

今期の調査で、資本支出予想が最も堅調だったのは欧州（5%の伸び）で、次いでラテンアメリカ（3%）、アジア（横ばい）、最も低かったのがアフリカ（-4%）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 94 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