

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
2015年3月（第1四半期）

2015年3月23日公表

CFO サーベイ日本チーム

（代表：加藤英明 名古屋大学教授）

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、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。これまで、連続 76 四半期（毎年 3 月・6 月・9 月・12 月）にわたって実施され、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いる。この調査では、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。調査結果は、世界の CFO が経済のどの要因に注目し、何を懸念しているのか、どのように経済状況を見ているかを知る上で重要な情報を提供している。

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）が中心となり実施している。

2012 年 12 月より、日本もこのサーベイに参加した。それまでのサーベイの弱点として、経済大国である日本の CFO の認識が反映されていないということがあった。グラハム教授から協力の依頼を受けた名古屋大学、大阪大学、東京工業大学、神戸大学、明治大学に所属する研究者グループが、日本のサーベイを行うことになった。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（2015 年第 1 四半期）の調査期間は、2015 年 2 月 17 日～3 月 5 日であり、世界中で総計 1071 名もの CFO から回答を得た（米国・カナダ 575 名、アジア 160 名（日本の CFO33 名を含む）、欧州 159 名、ラテンアメリカ 129 名、アフリカ 48 名）。

2. 楽観度に対する国際的調査結果

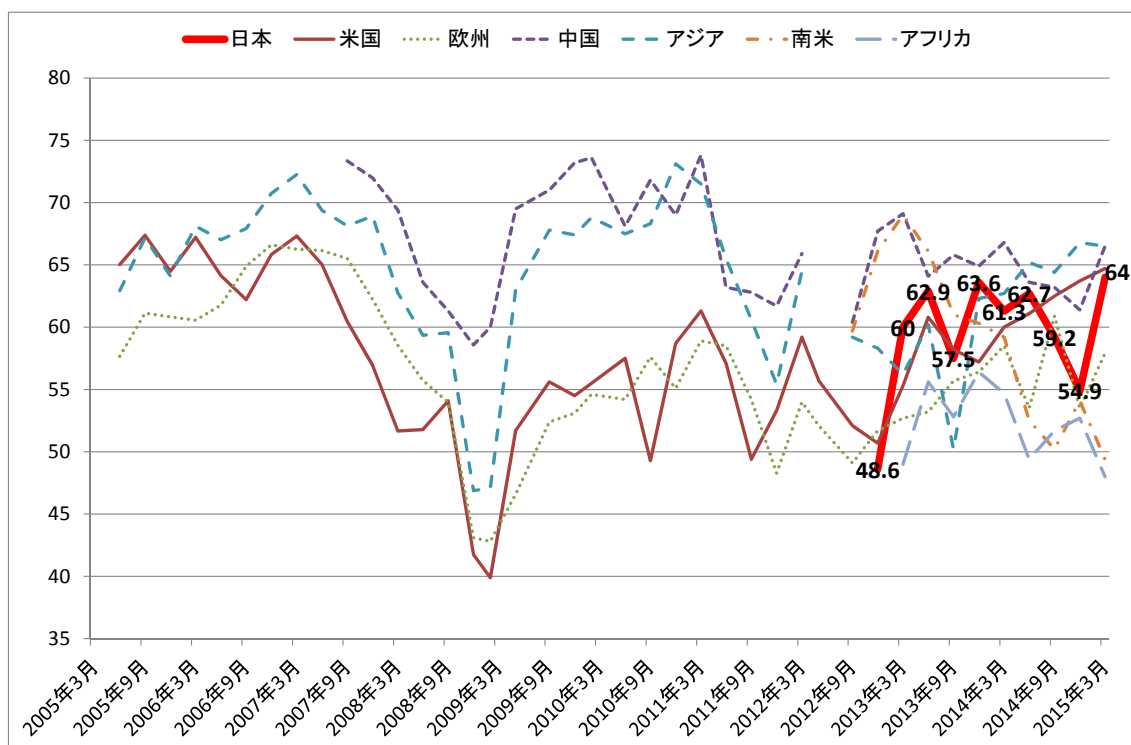
図表1は、2015年第1四半期における世界のCFOの楽観度指数を表している。図表2、図表3は、世界のCFOの自国経済と自社に対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。

図表1 世界のCFOの楽観度指数

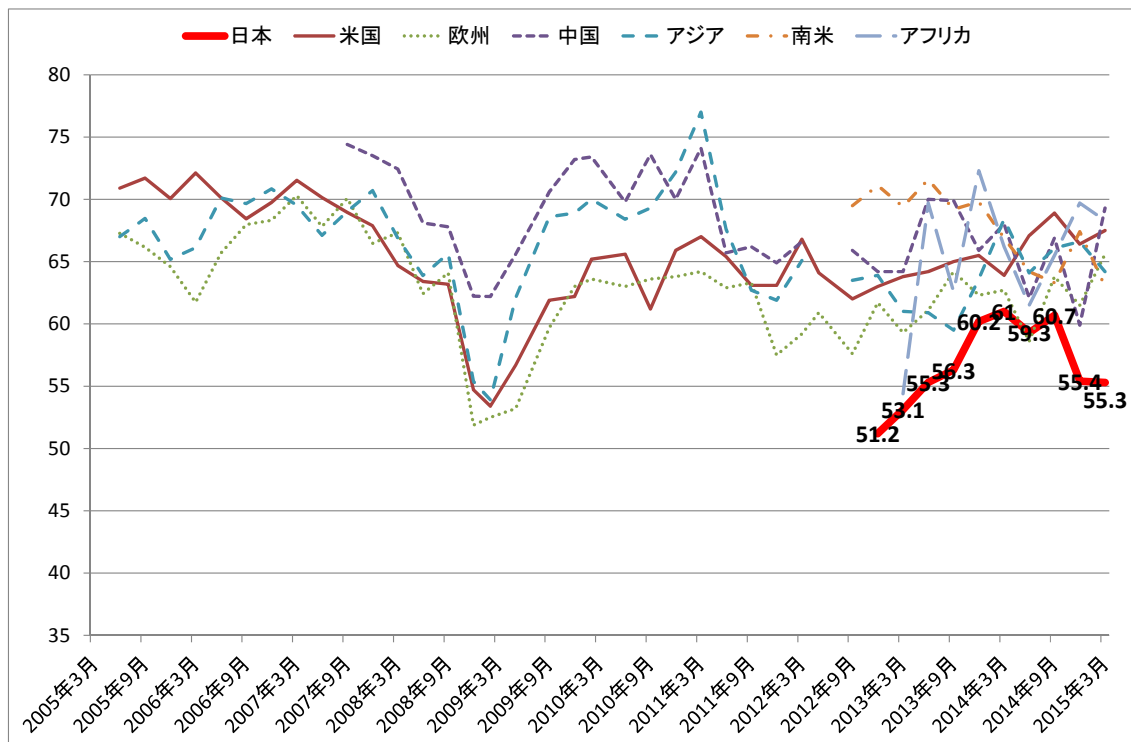
	自国経済	自社
日本	64.0 (+9.1)	55.3 (-0.1)
米国	64.7 (+1.0)	67.5 (+1.1)
欧州	57.9 (+4.4)	65.6 (+4.1)
中国	66.5 (+5.1)	69.3 (+9.4)
アジア(日本・中国を除く)	66.5 (-0.3)	64.2 (-2.4)
南米	49.4 (-4.7)	63.0 (-4.4)
アフリカ	48.0 (-4.7)	68.3 (-1.4)

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
括弧内は、前四半期からの増減値

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



図表 1 より、米国の自国経済に対する楽観度指数は 64.7 であり、前回調査より 1.0 ポイント上回っている。米国においては自国経済に対する楽観度指数は、昨年 3 月期から 5 期連続上昇している（図表 2）。一方、自社に対する楽観度指数については、昨年の 3 月期から 3 期連続上昇し、12 月期にはいったん下落したが、本四半期については再び上昇に転じている（図表 1、3）。米国 CFO が、経済の好調持続を予感していることがうかがわれる。

日本については、自国経済に対する楽観度指数が 64.0 (+9.1 ポイント) であり、昨年 9 月期では -3.5 ポイント、12 月期では -4.3 ポイントと 2 期連続下落していたが、本四半期では大きく上昇に転じている（図表 1、2）。これは、最近の原油安に加えて、日本経済が消費増税の一時的なショックから脱却したと、CFO が実感していることを示唆している。しかし、日本の CFO は自社に対しては今なお慎重で、楽観度指数も 55.3 (-0.1 ポイント) となっている。

欧州については、自国経済に対する楽観度指数が 57.9 ポイント (+4.4 ポイント) であり、前回調査の -7.4 ポイントから少し回復している（図表 1、2）。それを受けて、自社に対する楽観度指数は 65.6 (+4.1 ポイント) と回復している（図表 1、3）。

中国については、自国経済に対する楽観度指数が 66.5 (+5.1 ポイント) であり、前四半

期まで3期連続下落していたが、本四半期で上昇に転じている（図表1、2）。自社に対する楽観度指数も69.3（+9.4ポイント）と大きく上昇している（図表1、3）。近年、中国経済の過熱状況が報道されているが、この好調がいつまで続くのかは注目すべきである。

これとは対照的に、アジア（日本・中国を除く）、南米、アフリカにおいては、自国経済に対する楽観度指数、自社に対する楽観度指数ともに、前回調査を下回っている（図表1、2、3）。

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。ここではアンケートの回答を指標化しており、バーが長い項目ほどCFOが大きな懸念を抱いていることを示している。

今回の調査結果で注目すべき点は、次の3つである。第一に、前々回調査、前回調査で日本のCFOが最も懸念しているのは、原材料コスト・商品コストの上昇であったが、今回調査では3位となっている。第二に、前回調査では2位だった為替リスクが1位となっている。第三に、前回調査で10位だったデフレーションが、今回調査では15位となっている。これらを総合すると、原油安のために原材料コスト・商品コストが安くなり、円安のために輸出は好調でデフレの心配はとりにくく薄れたが、この円安がいつまで続くのかについて日本のCFOが懸念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り、特に重要と考えられる項目については、前四半期と対比できるグラフを日本、米国、欧州、中国について示している。

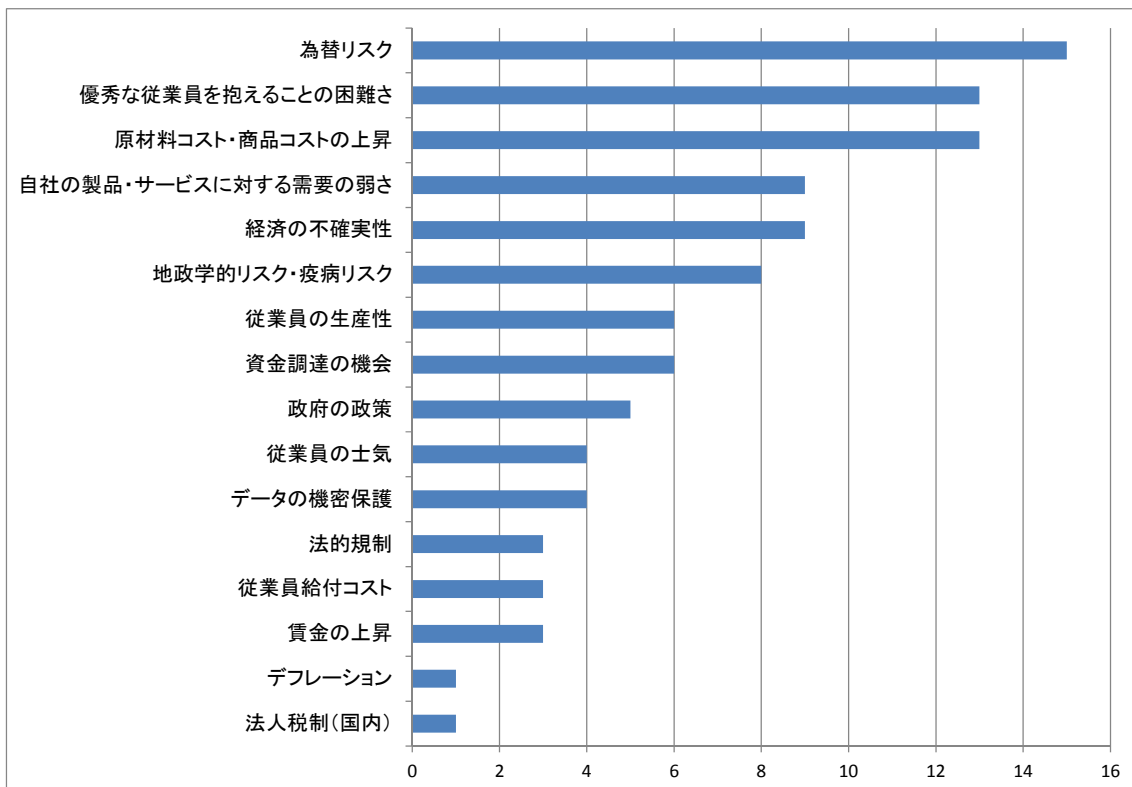
日本については、前々回調査ではデフレ脱却傾向が見られたが、前回調査では消費税増税の影響もあり景気回復の減速が示される結果となっていた。しかし、今回調査では再び日本経済の上昇傾向がうかがわれる。すなわち、売上、利益の伸びが前四半期を大きく上回ると予想され、自社製品の価格は約1%、賃金は約2.5%の伸びが続くと予想されている。しかし、資本支出については前四半期の伸びを下回ると予想され、設備投資の安定的な成長が景気回復の鍵となると考えられる。

米国については、売上、利益、資本支出、自社製品の価格、賃金のすべてについて、4期連続して安定した高い伸び率が予想されている。自社製品の価格については、前四半期ほどの伸びが予想されていないものの、米国経済の安定的な好調を米国CFOが予想してい

ることを示している。

中国については、本調査を日本で開始した 2012 年 12 月以来ずっと、予想賃金成長率が日本、米国、欧州に比べて非常に高かった。しかし、今回の調査では日本、米国よりも低い。前回調査では利益の伸びについては前々回調査の半分以下になると予想されていた。それが今回調査では、さらに半分以下になると予想されている。また、前々回調査、前回調査では、自社製品の価格について、2%以上の伸びが予想されていたのに対し、今回調査ではマイナス成長が予想されている。近年、中国経済の過熱ぶりが指摘されているが、その傾向がここにも現れていると言える。

図表 4 今後 1 年間にわたって、以下の項目が貴社の財務業績に与えるリスクはどの程度であるとお考えでしょうか。

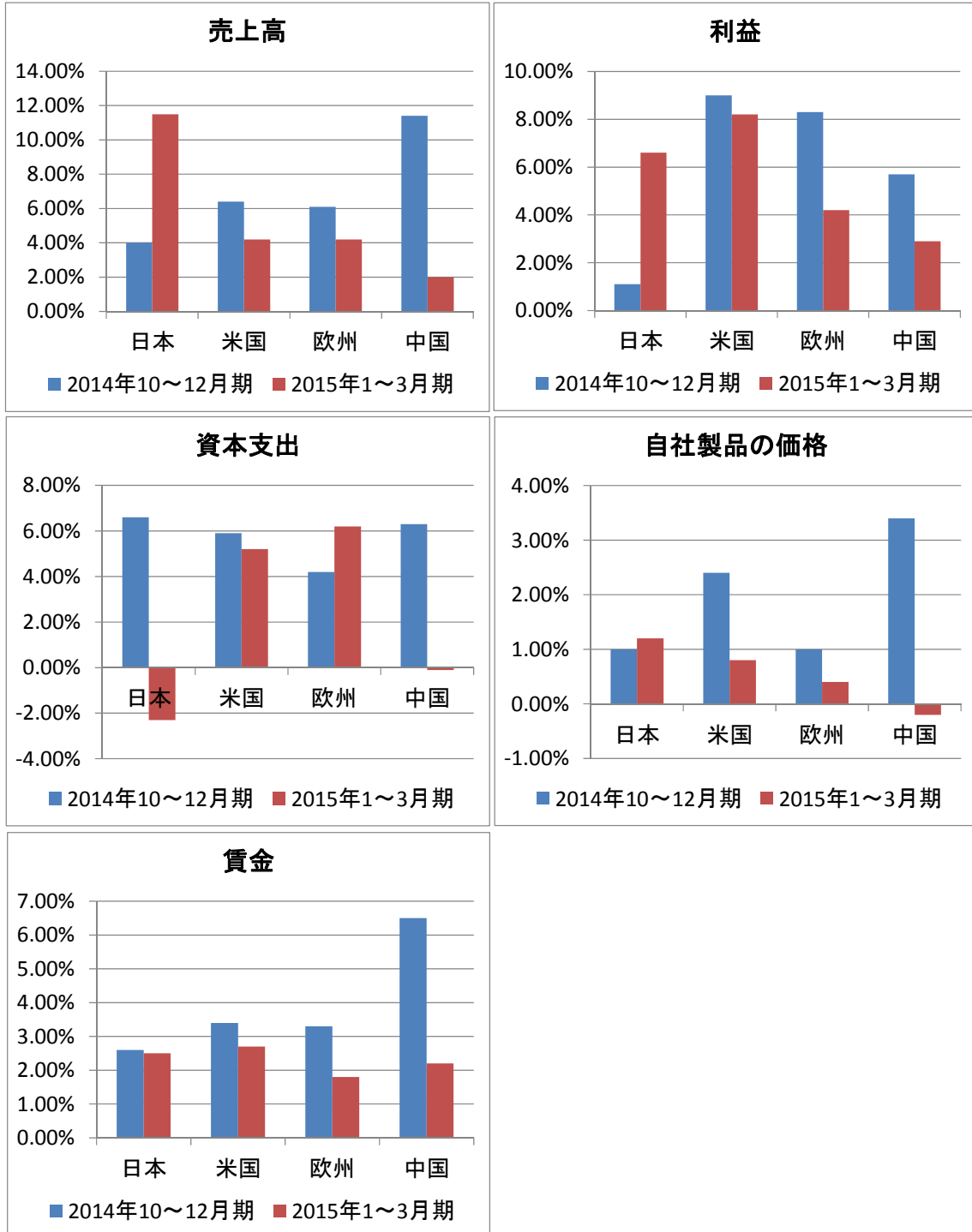


CFO・グローバル・ビジネス・アウトック・サーベイ・ジャパン

図表5 今決算期は、前期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	11.50%	4.20%	4.20%	2.00%	6.30%	4.20%	7.30%
利益	6.60%	8.20%	4.20%	2.90%	27.30%	6.20%	28.80%
配当	0.00%	10.30%	5.40%	0.00%	-3.20%	3.40%	18.80%
自社株買い	-1.10%	1.90%	1.50%	0.00%	0.40%	2.30%	0.00%
資本支出	-2.30%	5.20%	6.20%	-0.10%	13.50%	-1.50%	9.40%
技術投資	1.60%	3.80%	5.10%	1.70%	6.70%	4.60%	15.40%
研究開発費	6.80%	3.60%	4.30%	2.20%	4.10%	0.00%	5.90%
マーケティング・広告宣伝費	2.00%	3.20%	0.50%	1.40%	10.50%	1.60%	9.00%
現金保有高	11.50%	-3.30%	2.50%	4.30%	2.00%	-3.60%	-4.70%
国内正規社員数	-0.70%	2.40%	-0.40%	1.10%	1.90%	-0.30%	8.70%
国内派遣社員数	0.50%	-0.30%	-1.40%	0.60%	0.10%	2.30%	-7.50%
海外社員数	5.00%	3.20%	0.90%	0.50%	3.60%	-1.50%	0.10%
賃金	2.50%	2.70%	1.80%	2.20%	7.60%	5.10%	9.40%
生産性	6.70%	2.30%	3.10%	1.00%	1.70%	1.50%	4.60%
自社の製品価格	1.20%	0.80%	0.40%	-0.20%	-4.40%	1.10%	3.90%

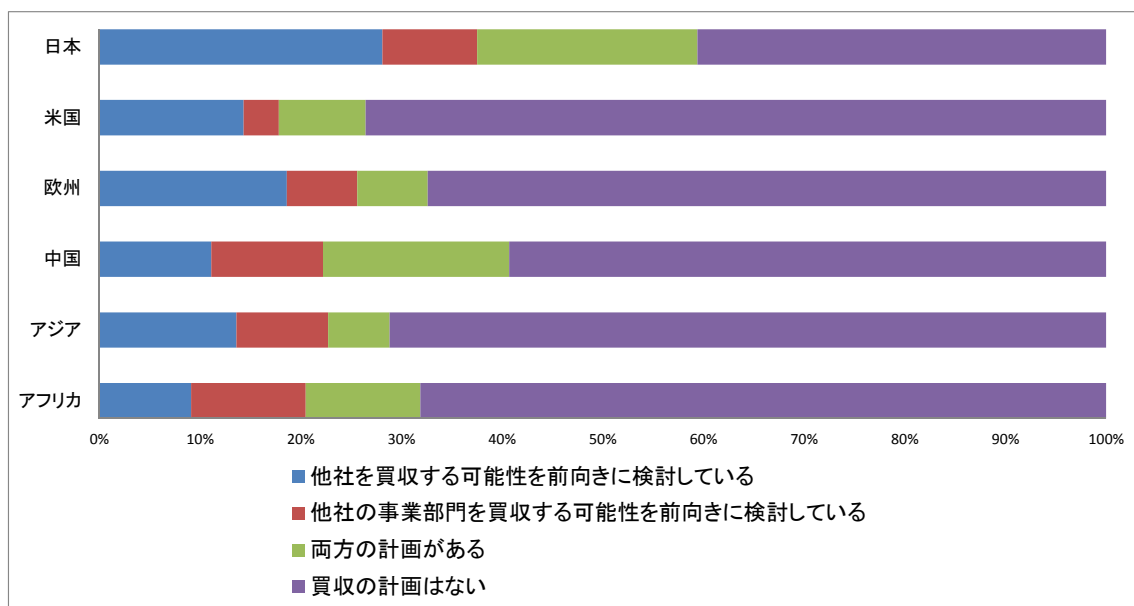
各項目別の前期との比較



今回の調査における世界共通のテーマは、①M&A、②金利・原油価格・為替の影響である。

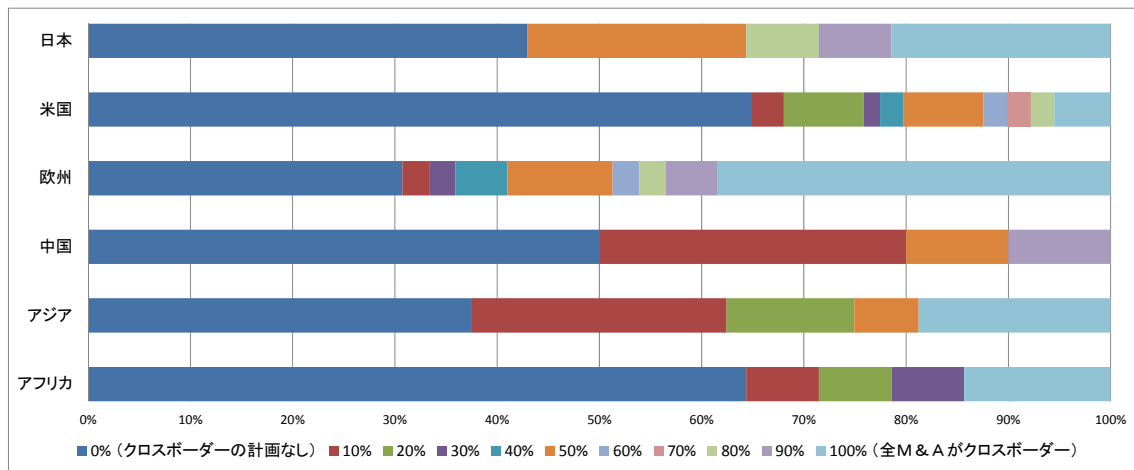
まずM&Aの調査結果についてである。他社の買収、他社の事業部門の買収の少なくとも一方を検討している企業は、日本が約60%と最も多く、次に中国の約40%、最も少ないのは米国の約25%であった（図表6a）。M&Aに積極的な米国企業というイメージとこの調査結果は、整合的ではない。この点については追加的な検証が必要であるが、少なくとも日本の調査対象企業の60%がM&Aを検討しているという事実は注目に値する。

図表6a 2015年度の買収計画について



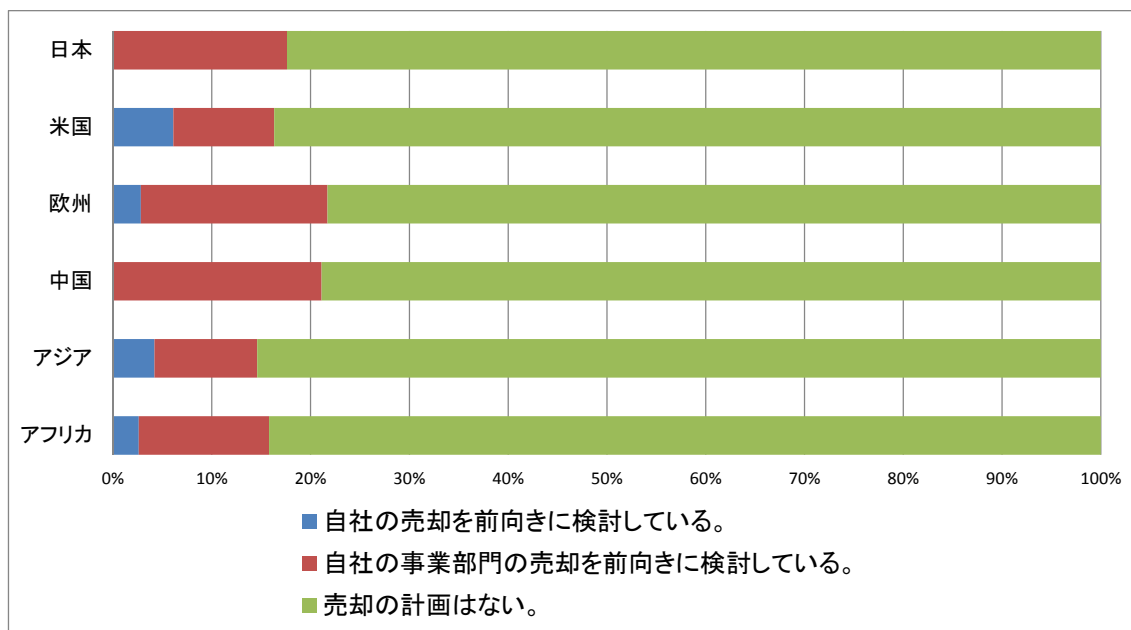
買収計画におけるクロスボーダーの金額割合については、欧州、日本が大きく、米国は比較的小さい。欧州は隣国との国境が接しているためクロスボーダーのM&Aが多く、米国は自国の企業・事業部門のM&Aが多いと考えられる（図表6b）。日本は島国であるにもかかわらず、クロスボーダーのM&Aが多いことは、図表6aで示された日本企業の積極的なM&A志向を裏づけている。

図表6b 買収計画の中で、クロスボーダー（国外企業の買収）の金額割合はどの程度を見込んでいますか。

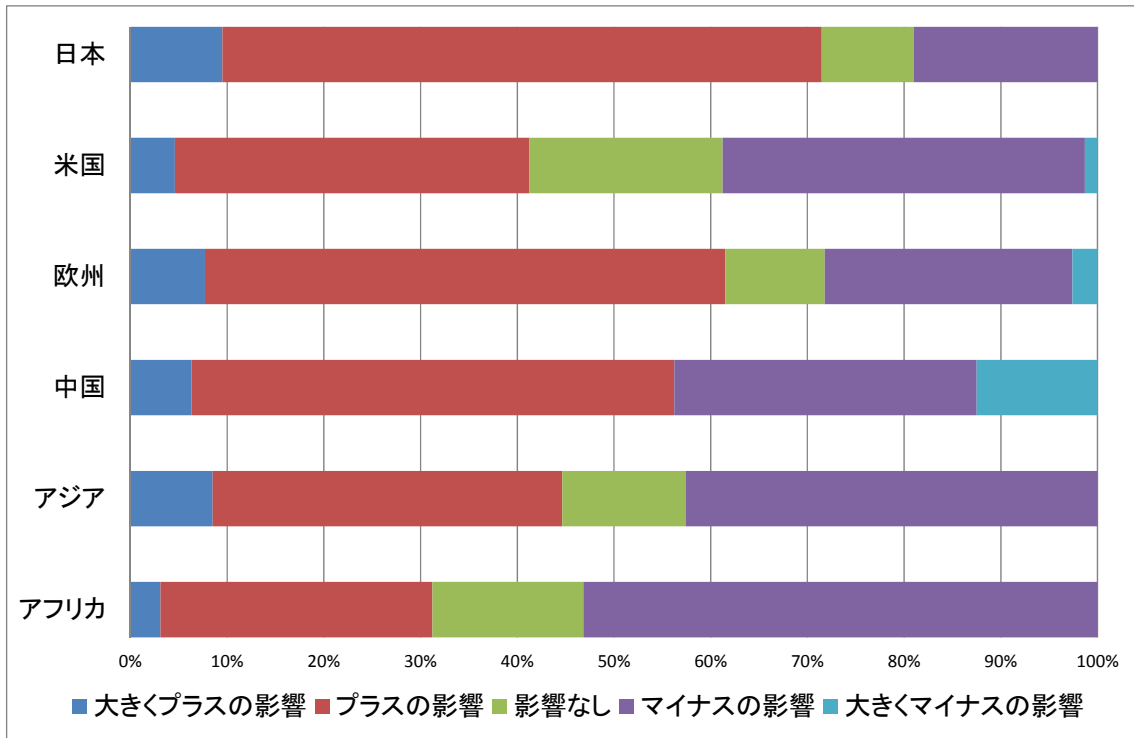


自社ないし自社の事業部門の売却については、世界的に見て 14%～22%の企業が前向きに検討している（図表 6 c）。この中でも、自社の売却を前向きに検討している日本企業がなかったのは、企業と従業員の一体感を重視する日本の企業文化を表していると考えられる。

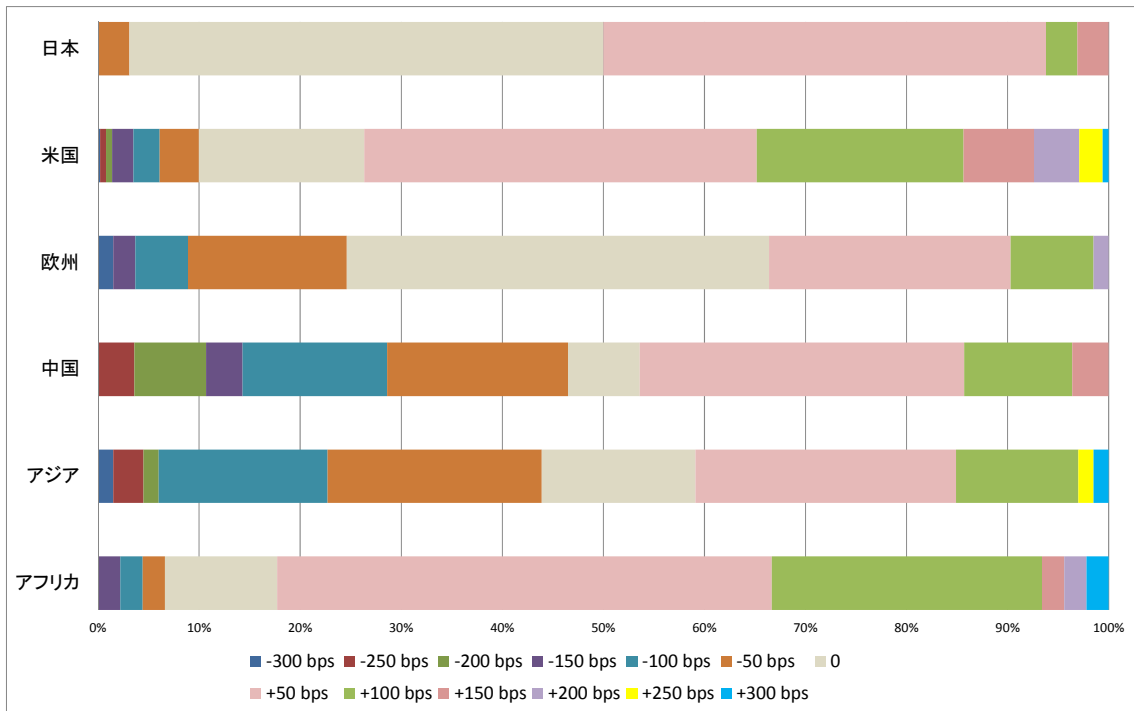
図表 6 c 2015 年度の売却計画について



図表 7a 現時点で、貴社の事業に金利の変動による影響は見られているでしょうか。

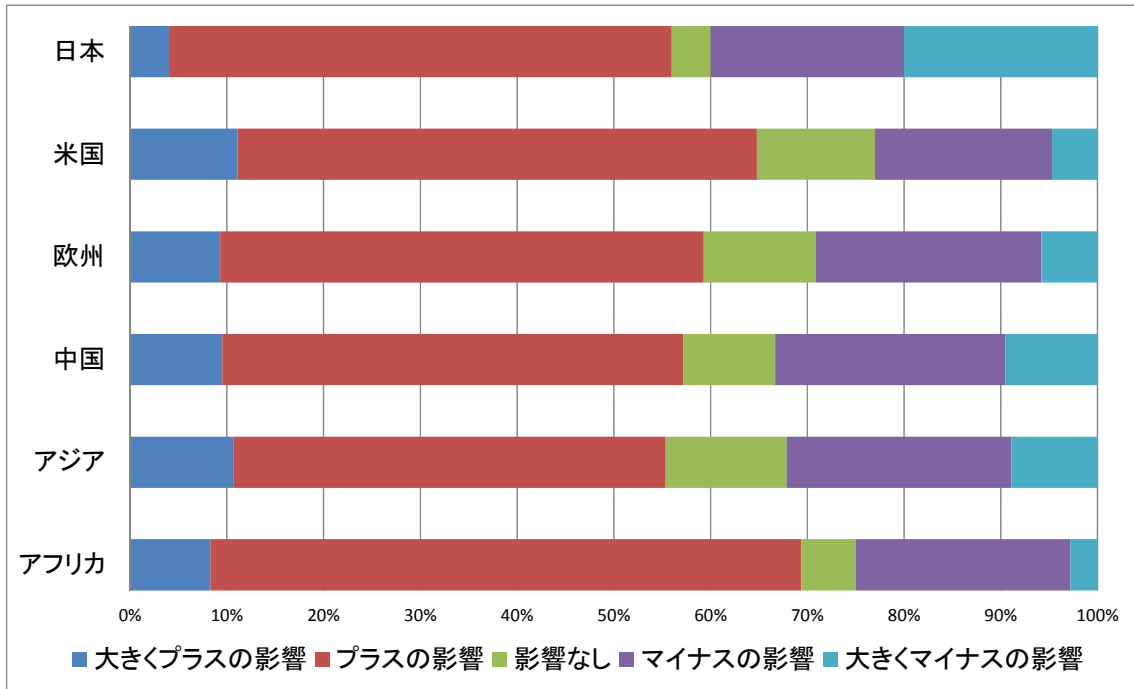


図表 7b 2015 年末までに長期金利はどの程度変動すると思えますか。

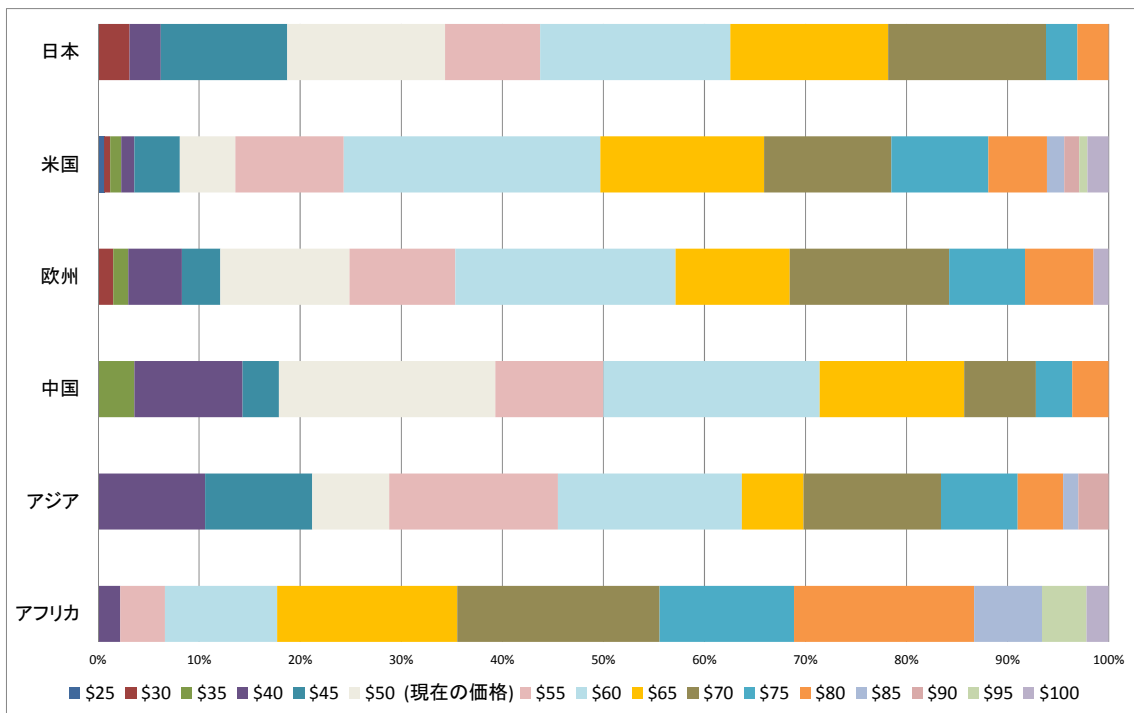


図表 7 a,b は、金利についての調査結果である。現在、世界的に長期金利が低下しており、企業は低い金利で資金調達ができる。そのため、現時点の金利の自社企業に対する影響は、日本、欧州、中国で「大きくプラスの影響」または「プラスの影響」と回答した CFO が 50% を超えている (図表 7 a)。そして、この低い長期金利が 2015 年中には大きく上昇しないと、日本、欧州、中国の CFO は予想しているようである (図表 7 b)。

図表 8 a 現時点で、貴社の事業に原油価格の変動による影響は見られているでしょうか。



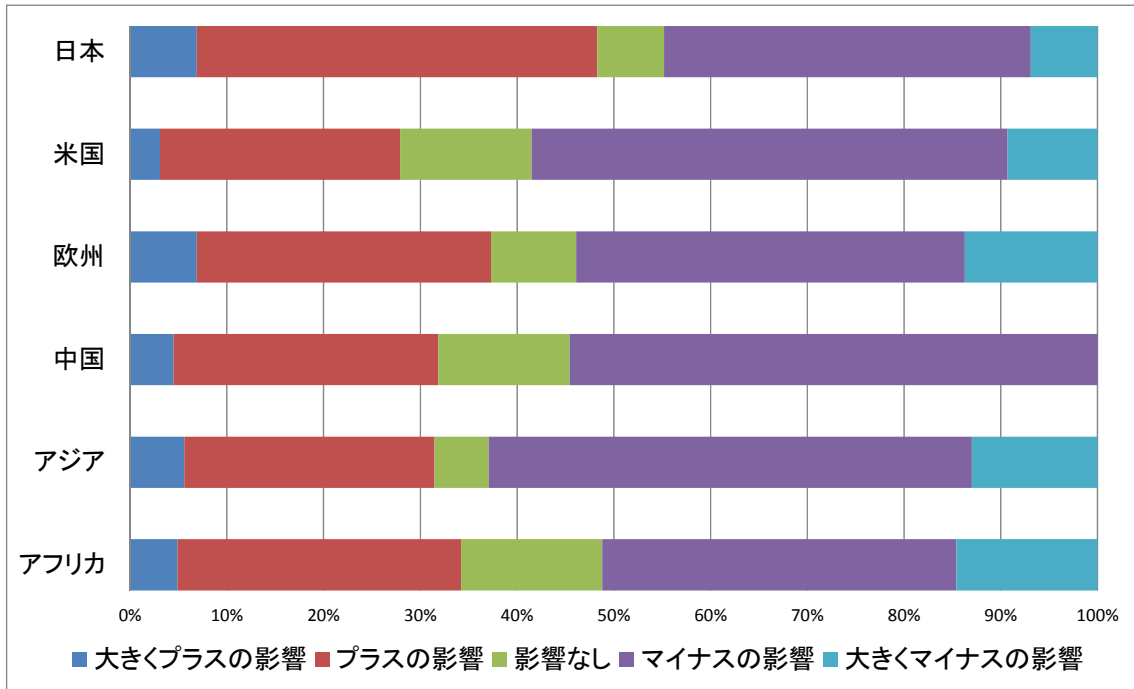
図表 8 b 2015 年末の原油 1 バレルの価格は、米ドルでいくらになると思いますか。



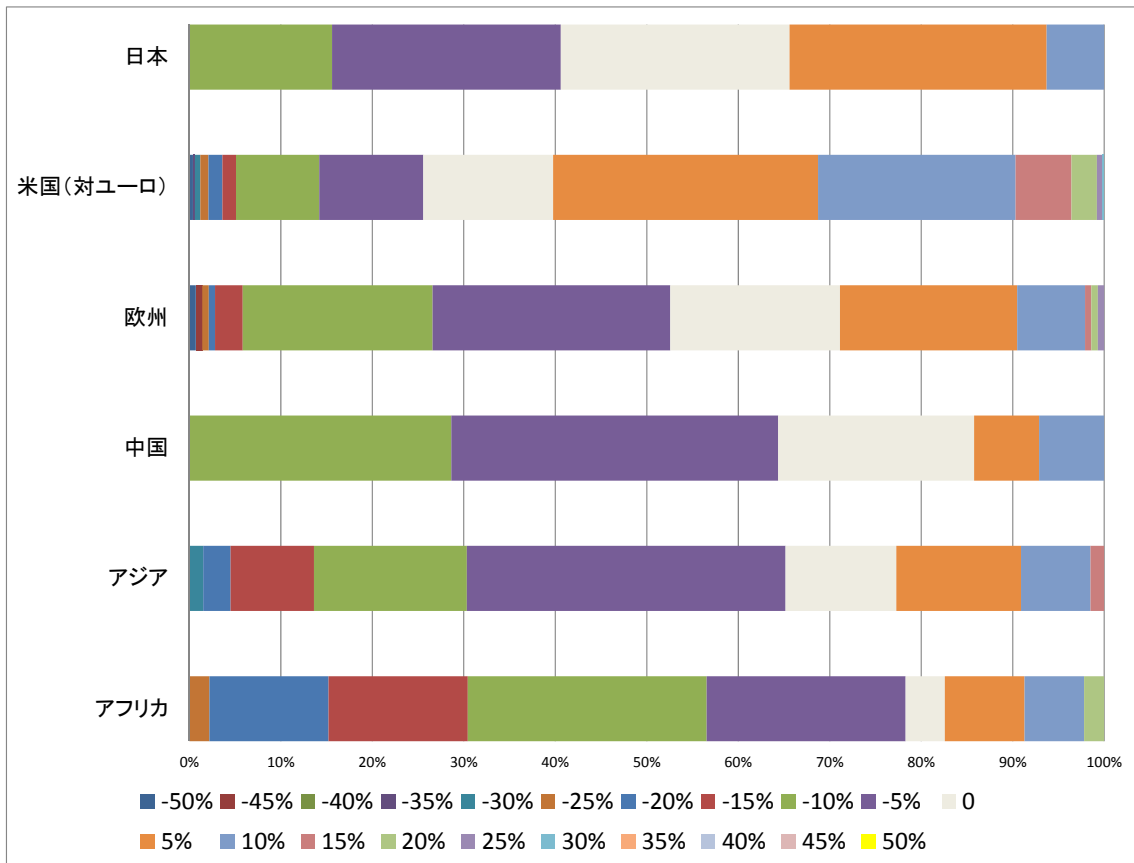
図表 8 a,b は、原油価格についての調査結果である。現在の原油価格の低下は、大多数の企業にとって原材料費の低下を意味するので、全世界的に「大きくプラスの影響」または「プラスの影響」と回答した CFO が 50%を超えている（図表 8 a）。しかし、2015 年中には原油価格が再び上昇すると、世界の CFO は予測している（図表 8 b）。

図表 9 a,b は、通貨変動についての調査結果である。どこの地域をみても、通貨変動による影響が「大きくプラスの影響」または「プラスの影響」と回答した CFO が 50%を超えていない（図表 9 a）。また、欧州、中国、アジア、アフリカでは、米ドルに対して自国通貨がネガティブに反応すると回答した CFO が多かったのに対して、日本では必ずしもそのような傾向は見られなかった。（図表 9 b）

図表 9a 現時点で、貴社の事業に通貨の変動による影響は見られているでしょうか。



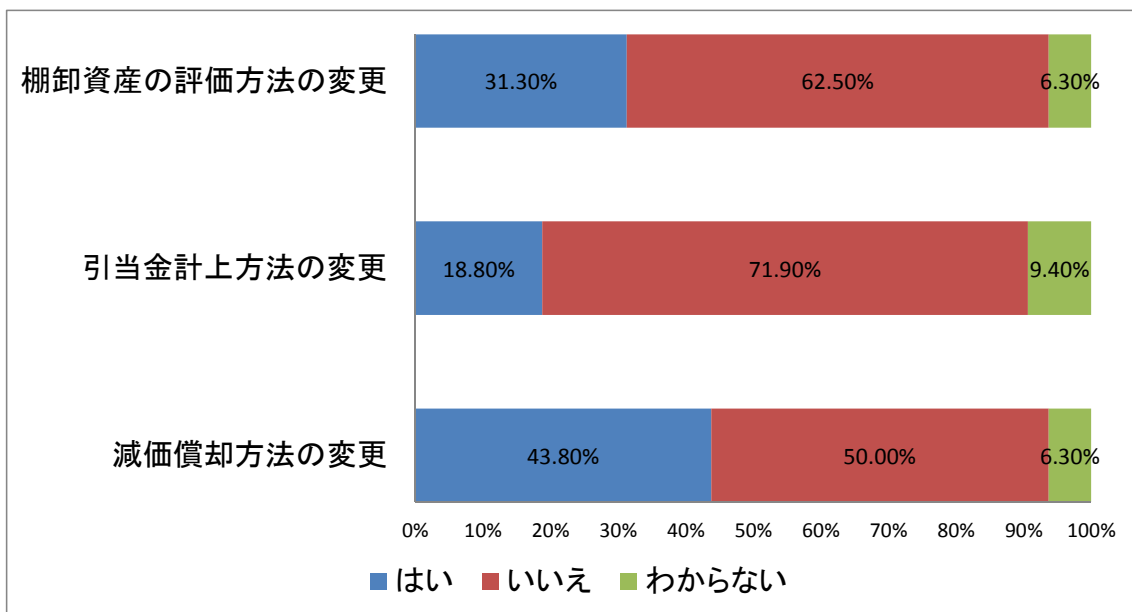
図表 9b 米ドルに対して、自国通貨はどの程度変動すると思いますか。



図表10～12は、会計利益について、日本のCFOに対して行った質問の調査結果である。

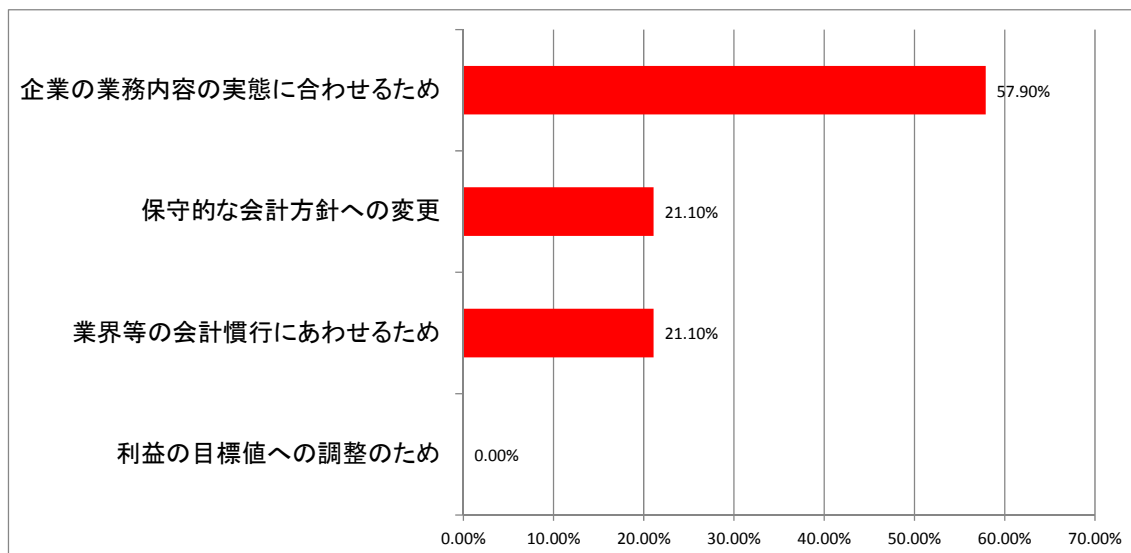
キャッシュフローに影響を与えない会計上の見積変更として、棚卸資産の評価方法の変更、引当金計上方法の変更、減価償却方法の変更について調査した。この中では、減価償却方法を変更したことがある企業は43.8%で、棚卸資産の評価方法の変更は31.3%、引当金の計上方法の変更は18.8%であった（図表10a）。この結果から、多くの日本企業において、会計上の見積変更が行われていることがわかる。

図表10a 貴社は、過去に以下の会計方針の変更や、見積変更を行ったことはありますか。



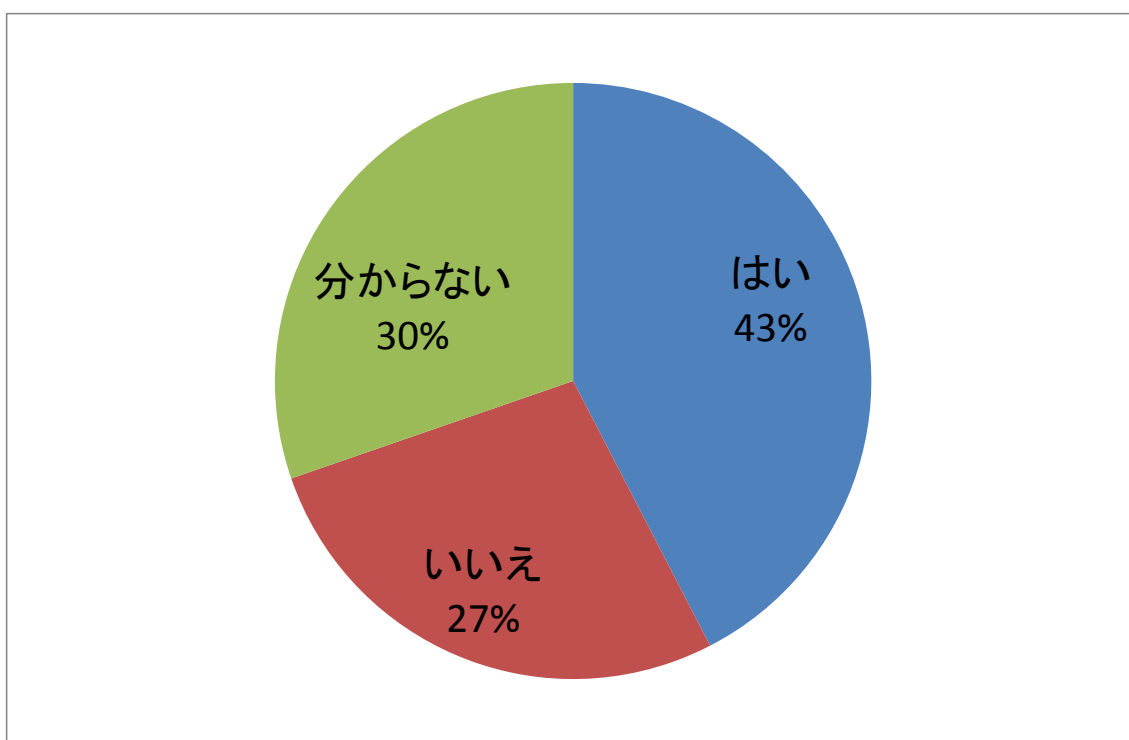
次に会計方針の変更、見積変更の目的について調査した。その結果、「企業の業務内容の実態に合わせるため」が57.9%と最も多く、「保守的な会計方針への変更」、「業界等の会計慣行に合わせるため」がともに21.1%であり、「利益の目標値への調整のため」という回答はなかった（図表10b）。

図表10b その会計方針の変更や見積変更の目的は何ですか。



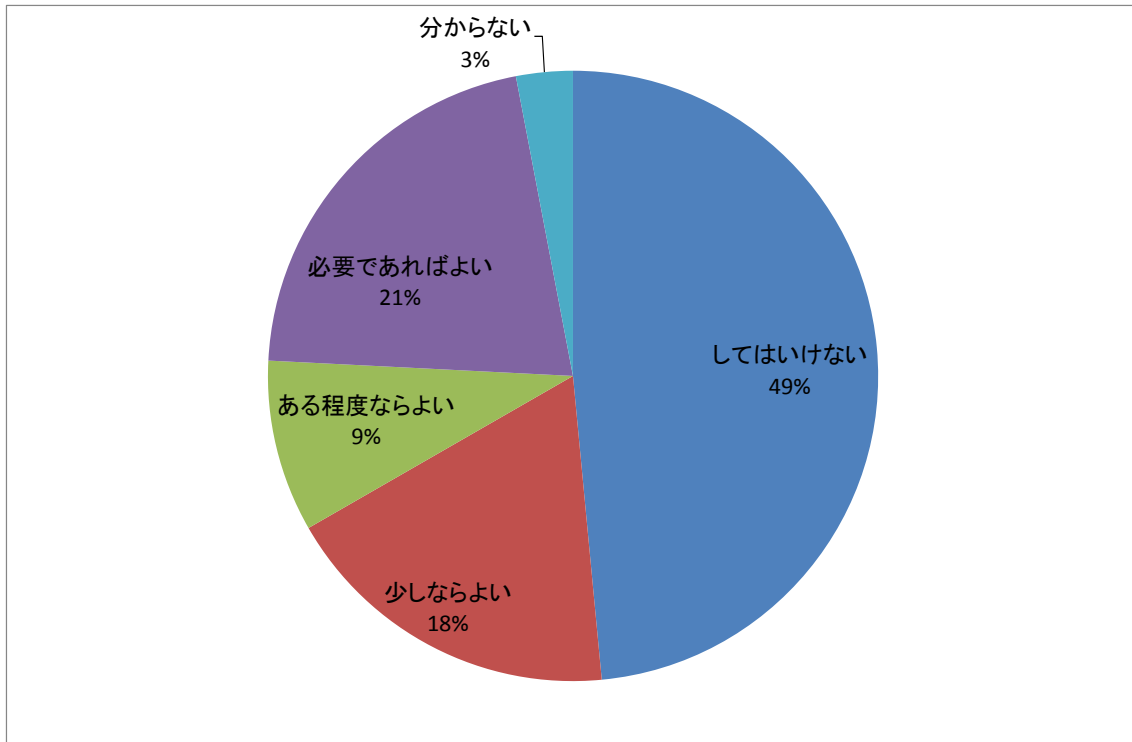
さらに、キャッシュフローに影響を与えない会計上の見積変更、会計方針の変更が株価に与える影響について質問した結果、43%もの CFO が株価に影響すると回答している。これは、少なくとも日本の株式市場において、キャッシュフローとともに利益数値がかなり大きな影響力をもっていることを示している（図表 1 1）。

図表 1 1 あなたは、会計上の見積変更、会計方針の変更により利益が変わったとき、それによって株価が影響を受けると思いますか。

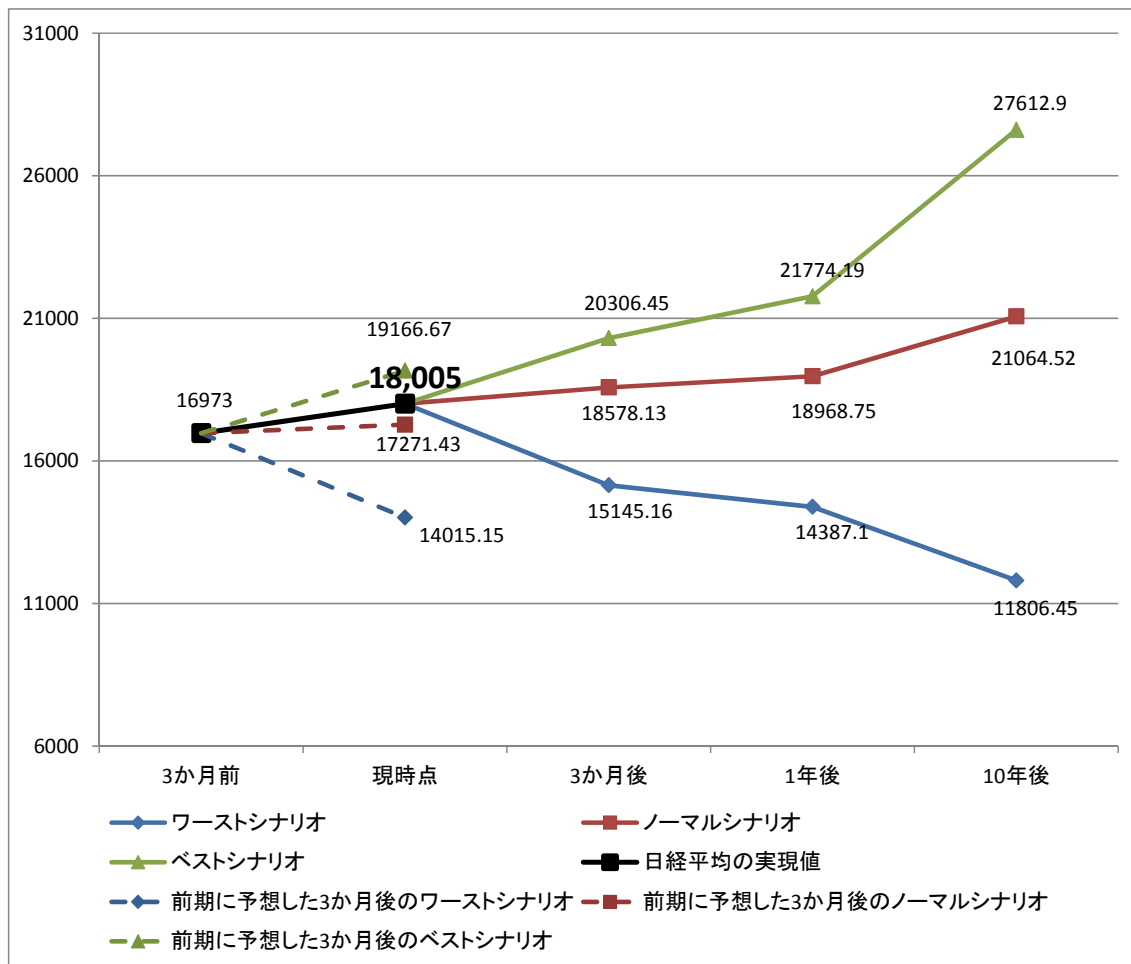


最後に、「企業は短期的な利益目標を達成するために、長期的な利益を犠牲にしてまでも、事業計画を変更してもいいと思いますか」という質問を行った。これに対して、「してはいけない」との回答が49%、「少しならよい」、「ある程度ならよい」、「必要であればよい」が合わせて48%であった（図表12）。つまり、ほぼ半数のCFOが短期的な利益目標を達成するために、事業計画の変更はやむをえないと考えている。

図表12 企業は短期的な利益目標を達成するために、長期的な利益を犠牲にしてまでも、事業計画を変更してもいいと思いますか。



図表 1 3 2015 年 2 月 16 日の日経平均株価は 18,005 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 1 3 は、毎回の調査で行っている日経平均株価の予測の結果である。2015 年 2 月 16 日の日経平均株価 18,005 円は、前回調査のノーマルシナリオ 17,147 円を上回っている。そして 1 ヶ月後の 3 月 20 日の終値 19,560 円はベストシナリオの 19,167 円をも上回っている。株価だけを見れば、日本経済は順調に回復していると考えられる。今後、この株高を国民の生活水準の向上にどう還元できるかが、安倍政権の今後の課題であろう。

図表 1 4 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 1 4 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
	16	17	33
	48.5%	51.5%	100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	13	20	33
	39.4%	60.6%	100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	18	12	30
	60.0%	40.0%	100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	22	10	32
	68.8%	31.3%	100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	26	7	33
	78.8%	21.2%	100.0%
f. 海外での売上	海外での売上なし	海外での売上あり	合計
	4	29	33
	12.1%	87.9%	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
	16	8	24
	66.7%	33.3%	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、翻訳したものです)

米国の状況と見通し

米国企業のおよそ70%は、賃金の伸びがインフレ率を上回り始めていると述べている。テクノロジー産業、サービス・コンサルティング業、製造業、ヘルスケア産業において賃金は少なくとも3%の上昇になるとみられる。

Duke 大学のジョン・グラハム教授は、これに関連して次のように述べている。

「米国は、ようやく景気回復の新しい局面に入ってきた。景気回復期の最初の数年間は雇用の増加を伴わず、その後雇用状況が上向いても、賃金は停滞したままであった。ここに来てようやく従業員賃金の上昇がインフレ率を上回り始めた。CFO が今後も堅調な雇用の拡大が続くと考えているとすると、賃金圧力がさらに大きなものになっていないという点

の方が驚きである。」

およそ3分の1の米国企業においては、賃金の上昇は抑えられたままだろう。特に、小売・卸売業、運送業、エネルギー業、通信・メディア業においては、賃金の上昇は2%に満たないと予想している。主たる要因として、企業業績が低迷していること、製品市場の激しい競争により賃金の上昇が抑えられていること、これらの産業では労働市場からの圧力が最小限度に抑えられていることが挙げられている。

ドル高による輸出企業への打撃

過去6ヶ月間、米国ドルがほとんどの主要通貨に対して上昇基調で推移している。強いドルにより米国の輸出企業は打撃を受けており、自社の海外売上比率が4分の1を超えているおよそ3分の2の企業がマイナスの影響を受けていると述べている。これらの大規模輸出企業のうち4分の1近くが、ドル高の影響で資本支出計画を削減したと述べている。

本サーベイのディレクターであるキャンベル・R・ハーベイ教授は、これに関連して次のように述べている。

「我々は現在、ユーロ圏、日本、カナダの中で、どの通貨がUSドルに対して最も下落するかという醜い争いの中にあり、おそらく中国もこの争いに参加することになるだろう。米国の輸出企業は、このような激しい通貨安競争により打撃を受けており、企業収益の減少や雇用の減少をもたらすことになるだろう。」

原油価格が劇的に下落し、多くの国において歴史的な低金利水準にある。原油安はエネルギー産業や石油業者を除くすべての業界に恩恵をもたらしている。低金利もほとんどの業界に恩恵をもたらしているが、金融業界には正味マイナスの影響をもたらしている。

世界の経済見通し

米国のCFOは2015年の自国経済に対して非常に楽観的な見通しをもっており、楽観度は65であった（楽観度指標は0から100で、100が最も楽観的）。これは、2007年調査以降、米国においてもっとも楽観的な数値である。

このように楽観度が高いにもかかわらず、米国の経営幹部は、政府の政策や規制、給付金負担、経済の不透明性、適切な人材の獲得および雇用維持の困難性、データの機密保護に関して緊急の課題として懸念を抱いている。

欧州においては、引き続き自国経済に対する楽観度は長期的平均レベルを下回っているものの上昇はみられる。資本支出はおよそ6%の伸びが予想されているが、正規雇用については0.4%の減少が見込まれている。賃金の伸びはわずか1.8%にとどまる。

アジアのCFOの楽観度は国ごとに異なる結果となった。中国と日本では、来年は資本支出の伸びをほとんど予想していないが、アジアの他地域は平均10%以上の資本支出を見込んでいる。雇用の伸びはアジア全域を通じて変化がみられないが、賃金は中国と日本で3%未満の伸び、アジアの他地域ではおよそ8%の伸びが見込まれている。

アフリカのCFOの経済全体に対する楽観度は全世界で最も低く48であった。雇用について中央値をみると変化はみられないが、賃金は今後12か月に9%以上の伸び、資本支出は5%の伸びを見込んでいる。アフリカのCFOは多くの課題を抱えており、特に経済の不透明性、電力の信頼性とコスト、規制上の要件、為替リスク、適切な人材の確保の困難性、を懸念事項として挙げている。

ラテンアメリカのCFOの自国経済に対する楽観度は引き続き低いレベルで49であり、特にブラジルでは39にとどまった。ペルーとわずかではあるがチリにおいて、ブラジルよりも明るい見通しとなっている。重要懸念事項として、経済の不透明性、政府政策、為替リスク、従業員の生産性の低さが挙げられている。

合併活動

米国企業の27%が今後12ヶ月の間に買収を計画していると回答している。合併活動は特に通信・メディア業とテクノロジー産業において積極的に行われるとみられ、これらの業界において半数以上の企業が他企業の資産を買収する見込みであると述べている。

合併活動はアジアでも堅調で30%以上の企業が買収を行う計画であるとしている。中国企業の40%以上および日本企業の半数以上が来年に買収を行う計画であると述べている。

欧州企業の3分の1が合併または買収を計画しており、アフリカ企業の32%も同様に合併または買収を計画している。一方、ラテンアメリカの企業は買収には積極的ではなく、買収を計画していると回答した企業はわずか13%にすぎない。

欧州の量的金融緩和と構造改革

欧州中央銀行は、経済活性化とインフレ率押し上げのために債券買入プログラムに乗り出している。しかし、量的金融緩和が実際にインフレ率を押し上げると考えている欧州の CFO はわずか 23%である。さらに多くの CFO は、この量的金融緩和は金融市場に恩恵をもたらすが実体経済には影響を与えない、または実体経済に影響をもたらすには十分ではない、あるいは欠陥が多すぎるとみている。

一方、欧州の CFO の 80%以上が、労働市場や公共部門における構造改革が効果的であると考えている。また、欧州の CFO の 70%は政府による直接投資は経済を活性化させるとしている。

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 76 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、名古屋大学・経済学研究科教授で行動経済学会の元学会長でもある加藤英明を代表とする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、あずさ監査法人が主催する KPMG CFO CLUB[®]、中小企業家同好会の協力を得て、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