

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  
2014年12月（第4四半期）

2014年12月18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 75 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（2014 年第 4 四半期）の調査期間は、2014 年 11 月 18 日～12 月 4 日であり、世界中で総計 1059 名もの CFO から回答を得た（米国 517 名、アジア 170 名（日本の CFO39 名を含む）、欧州 159 名、ラテンアメリカ 159 名、アフリカ 54 名）。

## 2. 楽観度に対する国際的調査結果

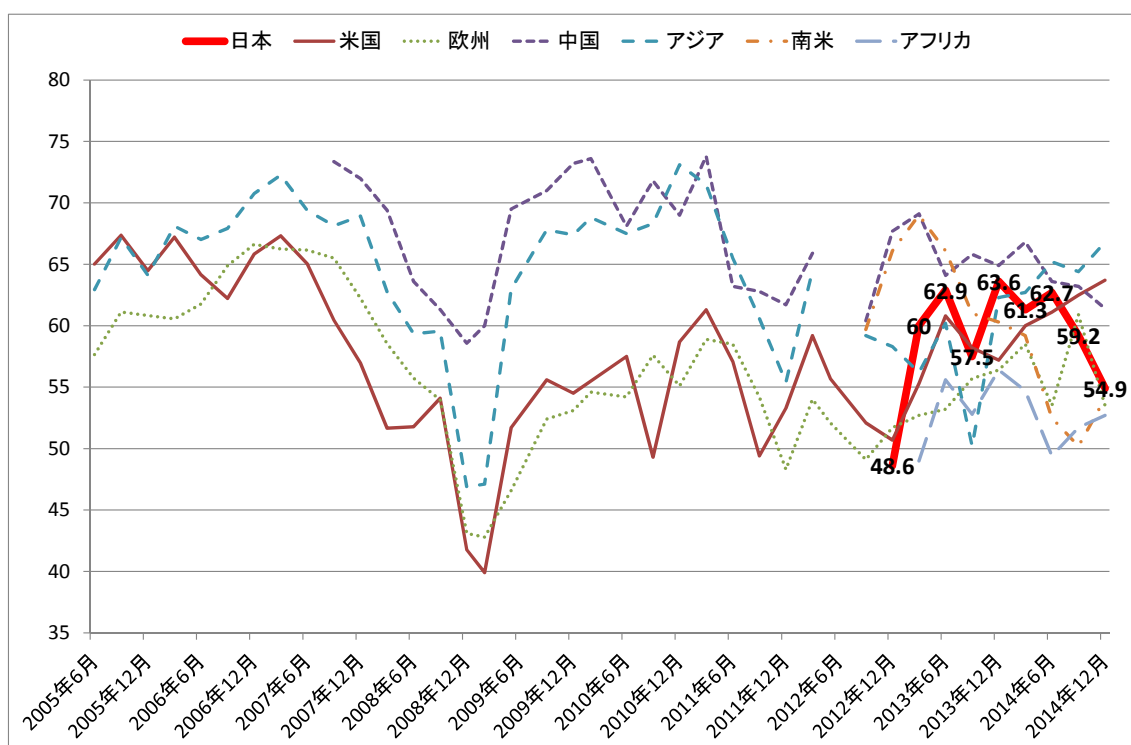
図表1は、2014年第4四半期における世界のCFOの楽観度指数を表している。図表2、図表3は、世界のCFOの自国経済と自社に対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。

図表1 世界のCFOの楽観度指数

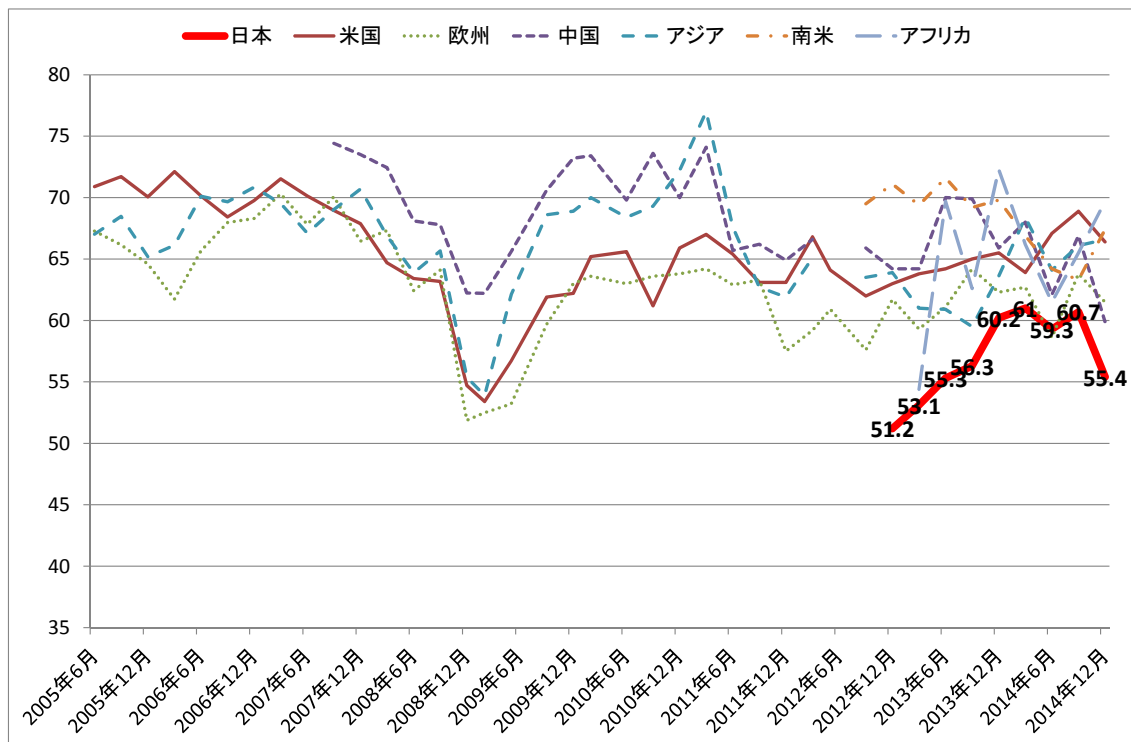
	自国経済	自社
日本	54.9 (-4.3)	55.4 (-5.3)
米国	63.7 (+1.2)	66.4 (-2.5)
欧州	53.5 (-7.4)	61.5 (-2.3)
中国	61.4 (-1.8)	59.9 (-7.0)
アジア(日本・中国を除く)	66.8 (+2.4)	66.6 (+0.5)
南米	54.1 (+3.9)	67.4 (+4.1)
アフリカ	52.7 (+1.0)	69.7 (+4.2)

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  
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 63.7 であり、前回調査より 1.2 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 9 月期、12 月期に 2 期連続下落し、今年 3 月期、6 月期、9 月期、12 月期において 4 期連続上昇している（図表 1、2）。自社に対する楽観度指数については、今年の 2014 年 3 月期、6 月期、9 月期に 3 期連続上昇していたが、今期 66.4（-2.5 ポイント）となっている（図表 1、3）。

日本については、自国経済に対する楽観度指数が 54.9（-4.3 ポイント）であり、前回調査の -3.5 ポイントに引き続き大きく減少している（図表 1、2）。これは、消費増税の影響が予想以上に大きく、景気回復のスピードが弱まったと CFO が実感していることに加えて、日銀の量的緩和政策による円安が CFO の大きな懸念材料になっていることを示唆している。これを受けて、自社に対する楽観度指数も 55.4（-5.3 ポイント）と前回調査を大きく下回り、昨年 9 月期の水準まで落ち込んでいる。

中国についても、自国経済に対する楽観度指数が 61.4（-1.8 ポイント）であり、3 期連続減少している（図表 1、2）。とりわけ自社に対する楽観度指数は 59.9（-7.0 ポイント）と大きく減少している（図表 1、3）。近年、中国経済の過熱状況が報道されているが、ここにきて普段楽観的な中国人 CFO でさえも自社に対して悲観的傾向になっていることは、注目すべきである。

欧州についても、自国経済に対する楽観度指数が 53.5（-7.4 ポイント）と大きく減少し（図表 1、2）、それを受けて、自社に対する楽観度指数は 61.5（-2.3 ポイント）と減少している（図表 1、3）。

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も自社に対する楽観度指数ともに、前回調査を上回っていることは注目すべきである（図表 1、2、3）。

以上より、2014 年 12 月期の特徴は、先進国・経済大国の悲観的傾向、発展途上国の楽観的傾向と位置づけることができる。

### 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。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。

前回調査に引き続き、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る。ところが前回調査と大きく順位が変わった項目が 2 つある。1 つは為替リスクであり、前回 6 位であったが今回調査では 2 位となっている。これは明らかに、日銀の量的緩和政策による円安の影響であろう。もう 1 つはデフレーションである。前回 17 位であったが、今回調査では 10 位となっている。これは消費税増税の影響が予想以上に大きく、それに加えて急激な円安による消費の低迷が予想されるためと考えられる。

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。

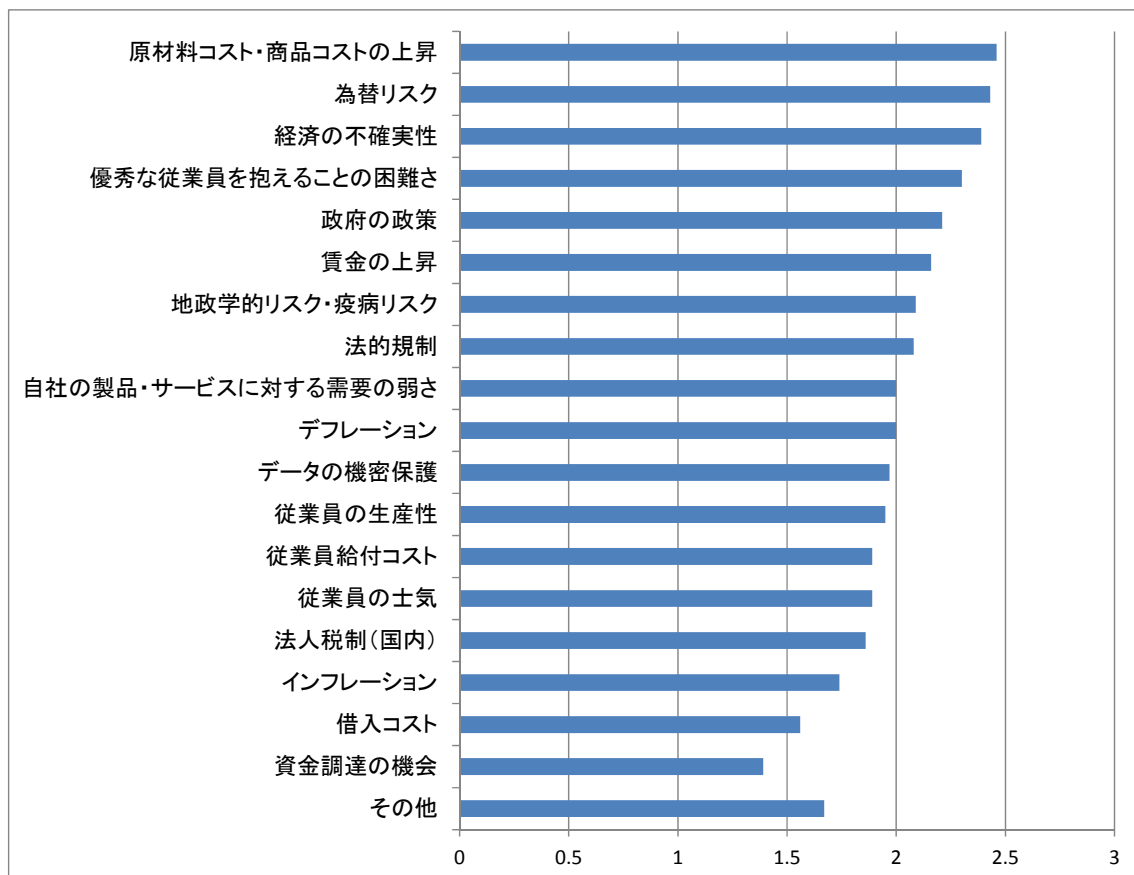
日本については、前回調査まではデフレ脱却傾向が見られたが、今回調査では景気回復の減速が示される結果となった。すなわち、自社製品の価格の伸びが前回調査を下回り、利益の伸びの大幅減少に伴い、賃金の伸びの縮小も予想されている。景気回復の基調を止めないためにも、日本経済は正念場であると言える。

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、3

期連続して安定した高い伸び率を、CFO が予想している。これは、米国において緩やかなインフレが継続していることを示しており、米国の好況は今後しばらく続くと考えられる。

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、CFO の予想賃金成長率が日本、米国、欧州に比べて非常に高い。このような賃金上昇が中国企業の利益を圧迫する時期が世界的に懸念されているが、今回、自社製品の価格の伸びでは賃金上昇を吸収できずに、利益の伸びが前回調査の半分以下になると予想されている。中国経済の危うさがここにも示されている。

**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。



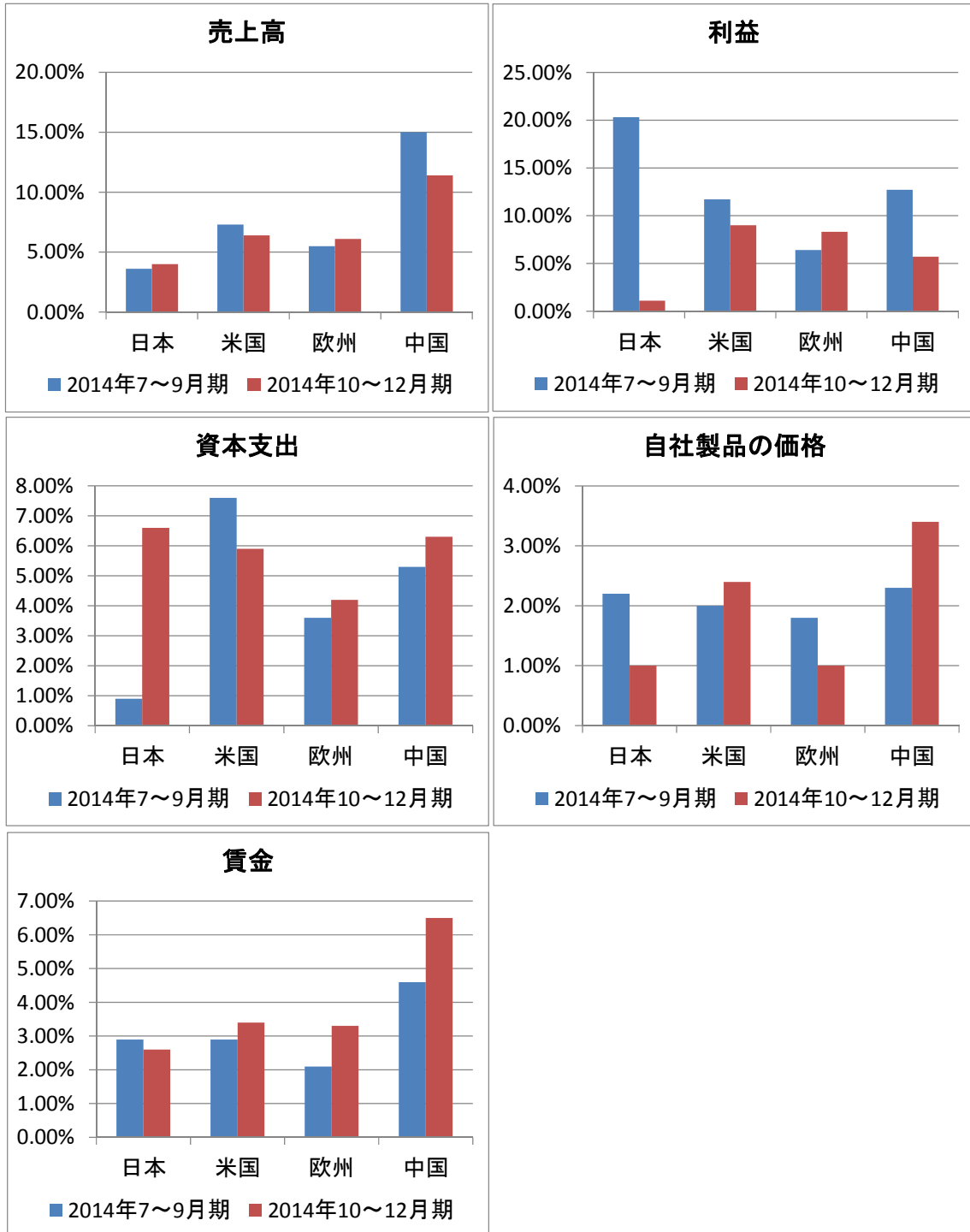
注) 回答に基づいて指標化。バーが長い項目ほど懸念を抱いている。

# CFO・グローバル・ビジネス・アウトック・サーベイ・ジャパン

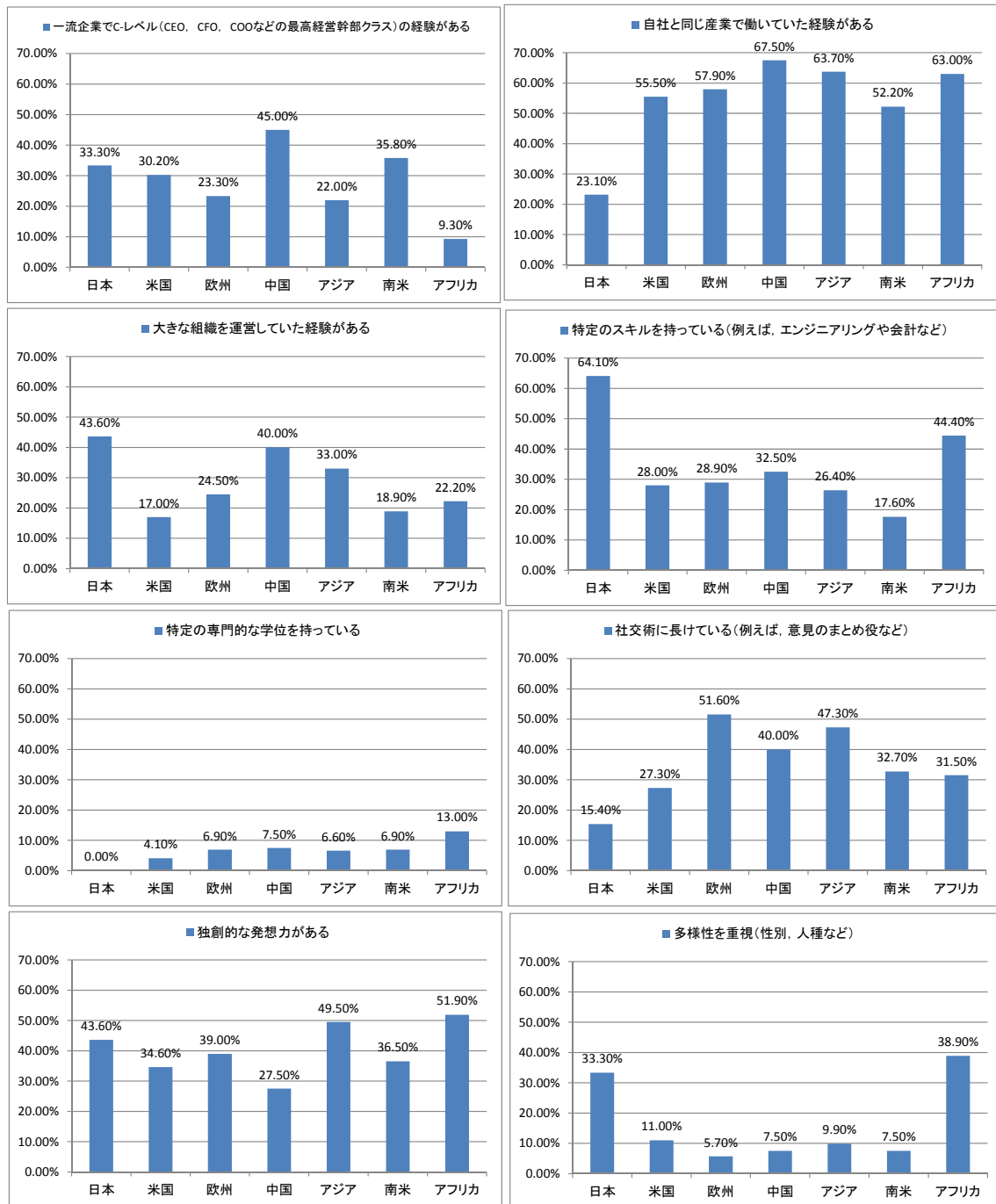
図表5 今決算期は、前期と比較して以下の項目がどの程度変化すると思いますか？

	日本	米国	欧州	中国	アジア	南米	アフリカ
売上高	4.00%	6.40%	6.10%	11.40%	11.30%	9.00%	7.50%
利益	1.10%	9.00%	8.30%	5.70%	7.80%	11.20%	9.10%
配当	2.50%	3.20%	5.30%	5.40%	4.30%	7.50%	18.50%
自社株買い	-6.30%	-0.20%	-0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	5.20%
資本支出	6.60%	5.90%	4.20%	6.30%	9.80%	2.00%	2.80%
技術投資	1.00%	5.60%	6.40%	7.80%	6.50%	3.80%	7.50%
研究開発費	5.40%	2.50%	1.50%	4.90%	7.10%	3.50%	3.10%
マーケティング・広告宣伝費	3.70%	3.80%	2.60%	8.10%	5.50%	2.10%	2.80%
現金保有高	4.00%	-2.50%	1.60%	3.20%	10.60%	-2.30%	-5.00%
国内正規社員数	1.90%	2.90%	0.30%	2.20%	5.20%	1.30%	5.10%
国内派遣社員数	0.80%	1.10%	-0.40%	0.50%	2.30%	0.70%	-3.50%
海外社員数	3.70%	3.10%	9.20%	3.40%	1.30%	-2.10%	2.80%
賃金	2.60%	3.40%	3.30%	6.50%	8.70%	5.90%	7.20%
生産性	2.00%	2.70%	2.80%	4.10%	3.40%	1.40%	2.00%
自社の製品価格	1.00%	2.40%	1.00%	3.40%	3.20%	2.30%	5.10%

各項目別の前期との比較



図表6 貴社の取締役を選任する際に最も重要な資質は何でしょうか。

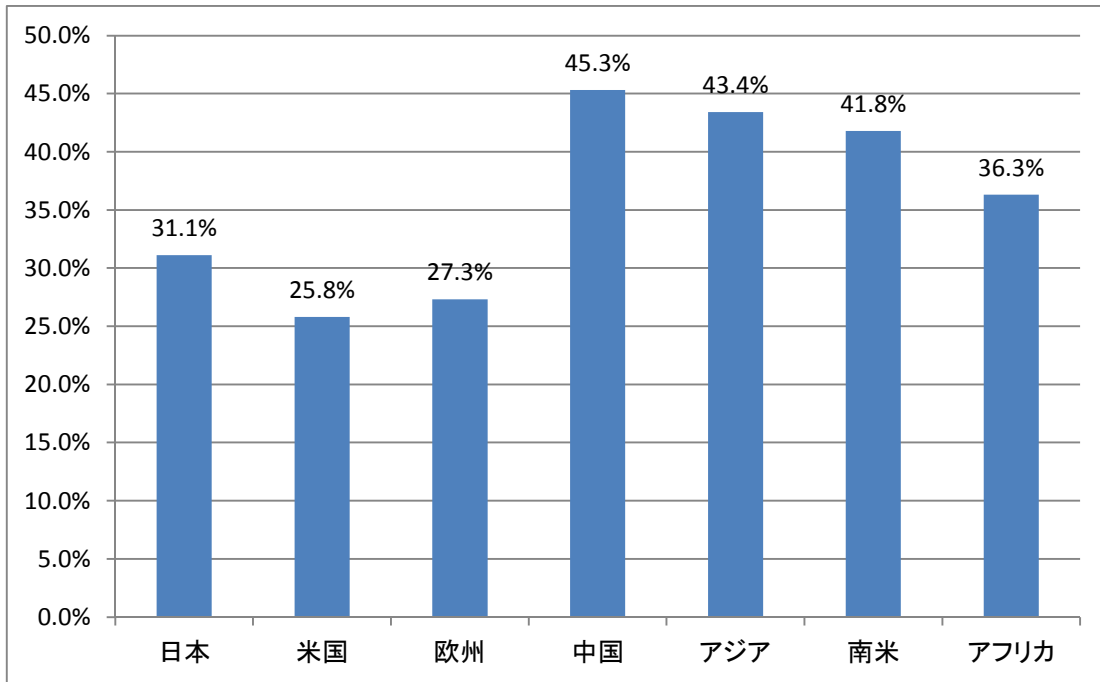


今回の調査における世界共通のテーマは、労務管理である。図表6は、取締役求められる重要な資質についての調査結果である。日本以外の地域では同一産業で働いていた経験がかなり重視されるが、日本ではそれよりも、大きな組織を運営していた経験があり、特定のスキルをもった独創的な人材が求められている。米国、南米において求められる重要な資質は同一産業で働いていた経験であり、欧州ではそれに加えて社交術に長けている



ことが、中国ではさらにそれに加えて、一流企業の最高経営幹部クラスの経験、大きな組織を運営経験が求められている。アジア、アフリカでは同一産業で働いていた経験と独創的な発想力が求められる点は類似しており、それに加えてアジアでは社交術に長けていること、アフリカでは特定のスキルが求められている。

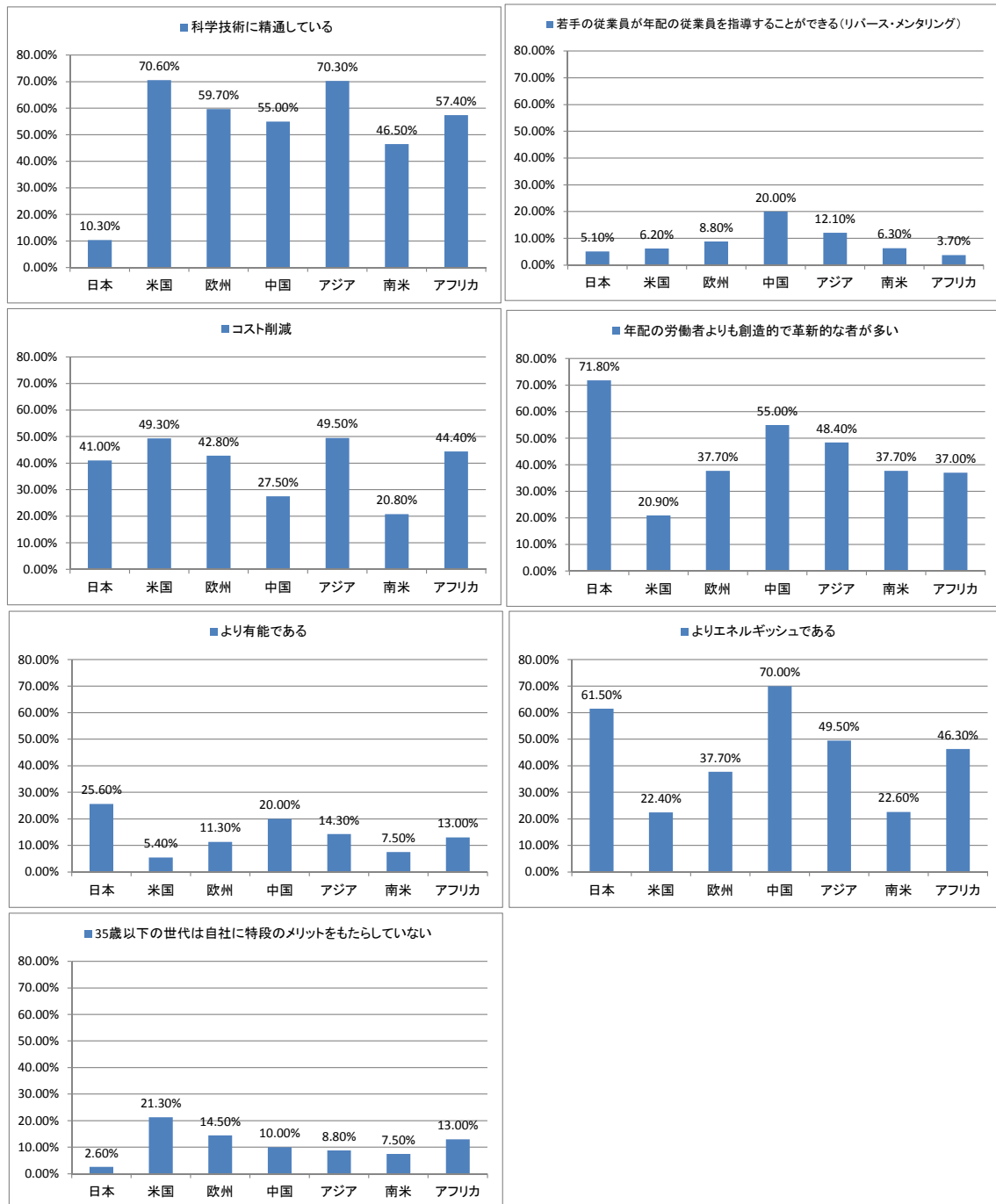
図表 7a 貴社で現在 35 歳以下の世代の割合はおよそ何%ほどでしょうか。



図表 7a～7d は、35 歳以下の若い世代の雇用に関する調査結果である。図表 7a によれば、先進国では 35 歳以下の従業員の割合が小さく、発展途上国ではそれが大きい。これは、先進国と発展途上国で若年人口層の割合を考えれば、むしろ当然の結果であろう。

図表 7b は、35 歳以下の世代を雇用するメリットについての調査結果である。中国と南米以外の地域では、「コスト減」という回答が 40%以上であり、この世代の雇用を促進する大きな要因であると言える。また日本以外の地域では、「科学技術に精通している」ことがメリットであると考えられている。日本、中国、アジア（日本、中国を除く）の広域アジアでは、「年配の労働者よりも創造的で革新的な者が多い」、「よりエネルギッシュである」が、この世代を雇用するメリットであると考えられている。また、「35 歳以下の世代は自社に特段のメリットをもたらしていない」と回答した割合が、日本では他の地域に比べて非常に低く、若い世代の雇用は日本企業に大きなメリットをもたらしていると考えられる。

図表 7b 35歳以下の世代を雇用する主なメリット何でしょうか。



図表 7c は、35歳以下の世代の雇用における問題についての調査結果である。全世界に共通の問題は「企業に対する忠誠心が薄い」であり、全地域で40%以上のCFOがそのように考えている。また、「自社の発展よりも自己の専門性を高めることにより関心がある」との回答も世界的に高く、米国を除く地域で30%以上のCFOがそう回答している。ほかに世界的に回答割合が多いのは、「従業員権利に対する意識が強い」(米国、アジア、アフリカにおいて40%以上)、「自己優先的な態度を取る」(日本43.6%、中国72.5%)であった。

図表 7c 35歳以下の世代を雇用するにあたり主な問題は何でしょうか。

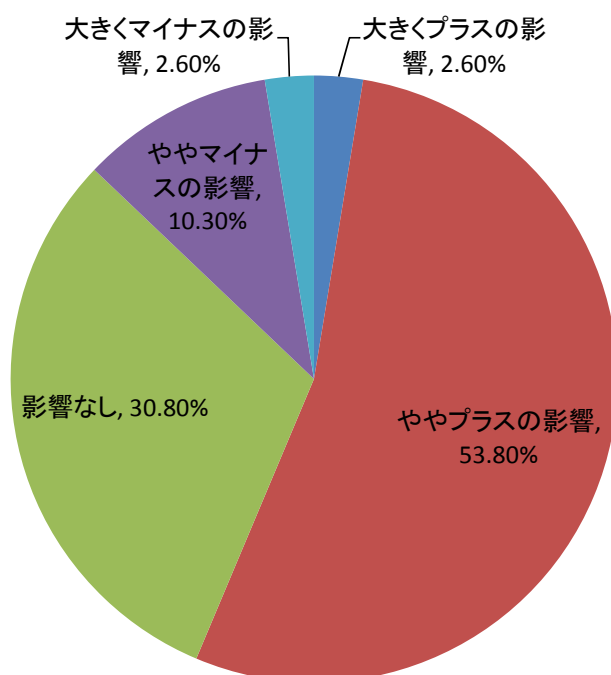


図表 7d 貴社は、35歳以下の世代を雇用する取り組みについて、以下のような変革を行ったことがあるでしょうか。



図表7dは、35歳以下の世代の雇用を確保するための取り組みについての調査結果である。世界的に圧倒的に多かった回答は、「特別な取り組みを行っていない」であった。比較的多かった回答は、「労働時間の柔軟性を高めた」、「従業員に対する相談員制度の設けた」、「新たな従業員教育プログラムを実施した」であった。中国では他の地域と比べて、「企業文化を見直した」、「自社の社会的責任政策を実行した」、「自社内にフィットネス・センターを設置する」といった待遇を改善した」という回答が多かったのは興味深い。

**図表8** 2014年10月31日、日銀が追加の量的緩和を発表しました。この決定は貴社の業績にどのような影響を及ぼすでしょうか。

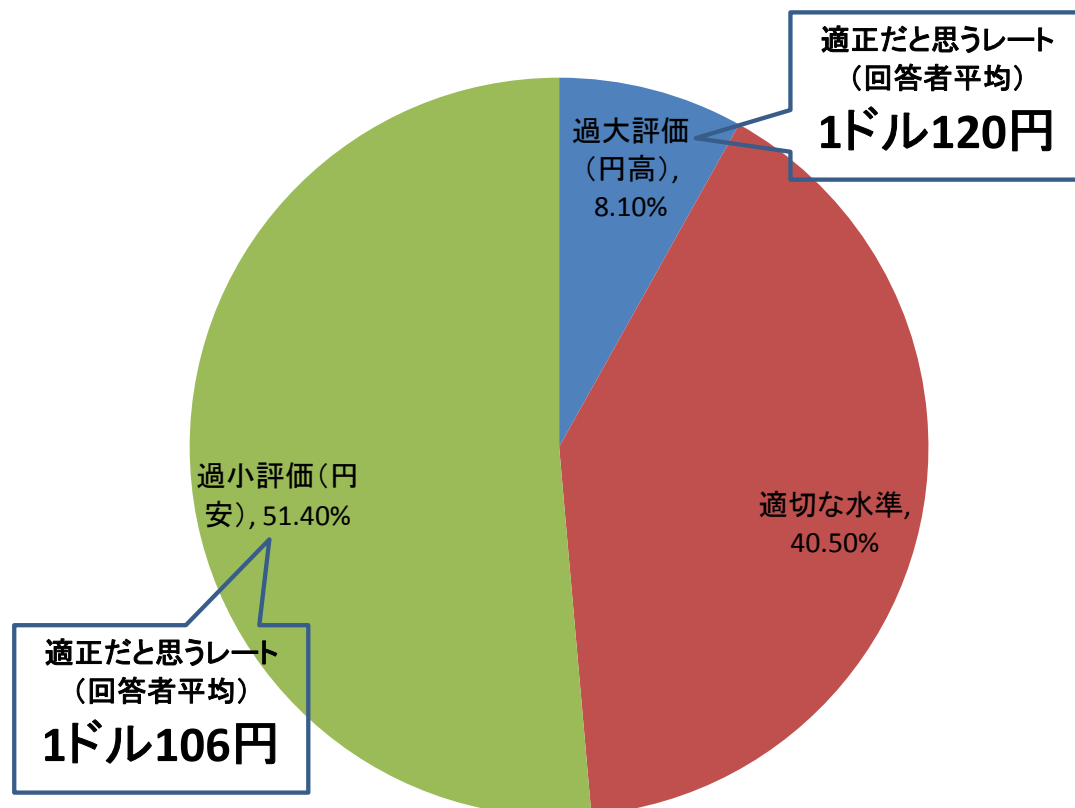


図表8～10は、日本のCFOに対して行った質問の回答結果である。図表8によれば、日銀の追加の量的緩和により自社に「大きくプラスの影響」があった企業、「ややプラスの影響」があった企業を合わせて56.4%にのぼり、「大きくマイナスの影響」があった企業、「ややマイナスの影響」があった企業の合計12.9%を大きく上回っている。このことは、日銀の量的緩和政策が多く日本のCFOに評価されていることを示している。

図表9は、2014年11月17日の円ドルレート『1ドル=113.39円』が適正水準であるかどうかについての質問の回答結果である。「適正な水準」であると回答したCFOが40.5%であったのに対し、過小評価であるの回答が51.4%、そう回答したCFOが考える適正レートは106円であった。一方、「過大評価」であると回答したCFOは8.1%であり、そう回答したCFOが考える適正レートは120円であった。最近の円安は、日本のCFOには円の過

小評価であると考えられているようである。

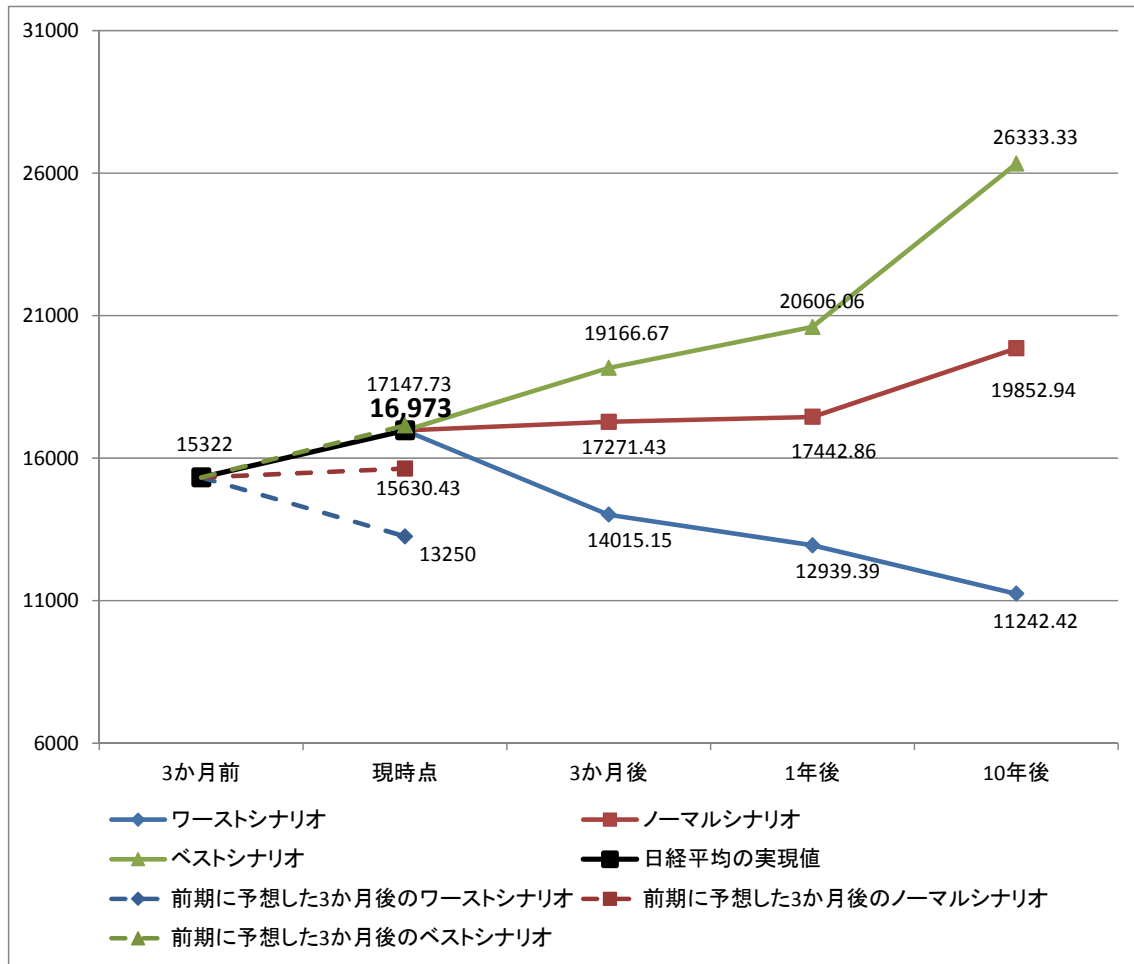
**図表 9** 2014年11月17日の円ドルレートは1ドル113.39円でした。現在の為替レートについて、あなたはどのようにお考えでしょうか。



図表10は、毎回の調査で行っている株価予測の結果である。11月17日の日経平均株価16,973円は、前回調査のノーマルシナリオ15,630円を1,343円も上回っており、ベストシナリオ17,147円に近い。先にも述べたように日本のCFOはデフレ懸念を抱いているが、その一方でノーマル・シナリオでは3か月後も、1年後も17,000円を超える高水準の株価が持続すると予想している。これによればCFOは、日本経済の回復は道半ばであるが株高だけが進んでいくと、予想していることになる。

図表11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10 2014年11月17日の日経平均株価は16,973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 1 サーベイ回答企業のプロフィール

	製造業	非製造業	合計
a. 業種	17	21	38
	44.7%	55.3%	100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	28	11	39
	71.8%	28.2%	100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	21	15	36
	58.3%	41.7%	100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	28	11	39
	71.8%	28.2%	100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	28	11	39
	71.8%	28.2%	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	34	39
	12.8%	87.2%	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
	20	8	28
	71.4%	28.6%	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)

今回の調査では、以下の点が明らかになった。

- 「ミレニアルズ」(米国では今世紀に入って社会人になった 35 歳以下の若い世代をそう呼ぶようだ) の雇用に伴う課題や取締役の選任に関する質問を行った。ミレニアルズと呼ばれる若い世代を引きつけるために特別な施策を講じている企業、あるいは取締役会の多様性に係る目標を達成するために特別な方策をとっている企業はほとんどないという結果となった。
- 本調査に参加した米国の CFO の 60% 近くが、自社はミレニアルズ世代の従業員を引きつけるように適応しているとはいえないと述べている。ミレニアルズ世代は、テクノロジーに強く創造性豊かだが、会社に対する忠誠心が以前の世代より低く、また、より密接な管理監督を求める傾向があるとしている。
- 米国の CFO は、来年の経済に楽観的であり、雇用は約 3% 増加し、賃金も 3% 以上上昇すると予想している。



## ミレニアルズ世代の雇用についての利点と問題点

CFO の 70%以上は、ミレニアルズ世代を雇用する利点は、彼らがテクノロジーに精通している点であるとしている。CFO の 21%が、ミレニアルズ世代は他の世代と比較してより創造的で革新的であると述べている。より実利に基づいているという、CFO の半数近くが、ミレニアルズ世代の雇用費用は安いと認めている。

同時に、CFO は、ミレニアルズ世代は独特な雇用上の問題をもたらしていると述べている。CFO のおよそ 53%が、彼らは会社に対して忠誠心が低いと考えており、46%が彼らは自分の権利ばかり主張すると答え、31%が彼らはより密度の濃い管理を求めると述べている。

また、回答企業の 27%が、若い従業員は、会社に対する関心よりも自己啓発に関する関心の方が高いと述べている。

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。

「今回の調査結果を得て驚いたことは、35 歳以下の世代に適応するように職場環境の変革を施している米国企業がほとんどなかったことである。米国では、若い世代に適応するような変革を行っている企業はわずか 41%である。世界の他の地域においては、米国の企業よりも対策を講じている様子が見受けられ、ラテンアメリカやアジア地域では、回答企業のおよそ 70%がミレニアルズ世代の採用促進や離職防止の対策を行っている」と述べている。若い世代の働き手をもたらす様々な変化を、米国企業が適切に取り入れていくことができるか懸念される。」

米国において、ミレニアルズ世代を引きつけていくための最も一般的な方法としては、勤務時間のフレキシビリティを増やすこと (21%)、在宅勤務を可能にすること (17%)、教育研修を増やすこと (16%)、従業員に対する新しい社内指導教育プログラム (メンタリングプログラム) を実施すること (13%)、企業文化を変えること (10%) があげられている。

## 取締役会の多様性

回答企業のうちほとんどの企業は、取締役会の多様性を高めるための特定の目標値やガイドラインを設定していなかった。全世界で目標を設定していると回答したごく少数の企業も、自社の取締役会は多様性の目標値を下回っているとしている。取締役会に占める女性の目標比率は地域によって幅があり、アジアでは 20%台、米国およびラテンアメリカでは

30%台、アフリカおよび欧州では 40%台となっている。取締役会に占めるマイノリティの目標比率は、アフリカでは 40%近く、米国では 20%、他の地域では 15%以下となっている。世界的にみて、企業はこれらの女性やマイノリティの取締役会における目標値におよそ 10%不足しているといえる。

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、次のように述べている。

「米国企業が次に選任する取締役に期待する資質のランクにおいて、多様性が第 7 位でしかないことは衝撃的である。さらに、取締役会の多様性を高めるための具体的な目標やガイドラインを設定している企業がわずか 4.2%しかないことも驚きである。」

米国企業の半数が、取締役会に女性を登用することに関する課題に言及している。これらの企業は、望ましい業界経験のある女性が非常に少ないこと (28%)、望ましい資質の不足 (14%)、取締役会経験の欠如 (13%)、経営幹部レベル (CXO レベル) の経験の欠如 (11%) を挙げている。また、これらの企業の 20%近くが、女性を取締役に指名するためには、まずは、現在の取締役たちが退任するのを待たなくてはならないと述べている。

### 世界の経済見通し

2015 年の米国経済の見通しは明るい。米国の CFO の自国経済に対する楽観度は上昇し、設備投資は 6%近くの増加、利益は 9%の大幅な増加を予想している。雇用はおよそ 3%の増加を見込んでおり、この 10 年間で最も高い雇用伸び率予想となっている。賃金は 3%以上の伸びが予想される。アジアにおいては、日本を除いて、全般的な経済見通しはおおむね明るい。

CFO パブリッシングのリサーチディレクターであるディビット・W・オーウェンは、次のように述べている。

「米国における回答数値は力強さがあるが、これら米国企業の力が世界経済を牽引していくのに十分かどうか懸念される。他の地域の経済見通しは米国ほど明るくない。」

欧州においては、自国経済に対する楽観度は長期的平均より低い水準にとどまっている。設備投資は 4%の上昇が見込まれるが、雇用は来年も引き続き同水準にとどまると予想される。

アフリカにおいては、自国経済に対する楽観度は低い状態であるが、アフリカの CFO は自

社に対しては継続して自信を保持している。雇用は 5%以上の伸び、賃金は今後 12 ヶ月間で 7%の上昇が見込まれている。一方、アフリカの CFO は、経済の不確実性、政府の政策、通貨リスク、電力供給の不安と電力コスト、急激な賃金の上昇など、多数の課題に懸念を抱いている。

ラテンアメリカでは、自国経済に対する楽観度は、昨年のレベルよりも大幅に低い水準にとどまっている。ペルーや、ペルーほどではないがメキシコでは、ラテンアメリカの他の地域よりも明るい見通しが予想されている。

\*\*\*\*\*

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](http://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 75 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](http://www.fuqua.duke.edu) をご覧下さい。

## CFO・グローバル・ビジネス・アウトルック・サーベイ・ジャパン

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前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<sup>®</sup>、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](mailto:cfosurveyjp@gmail.com)