

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

2016年12月（第4四半期）

2016年12月20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 82 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、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（2016 年第 4 四半期）の調査期間は、2016 年 11 月 16 日～12 月 1 日であり、世界中で総計 1,107 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 367 名、アジア 346 名（日本の CFO39 名を含む）、欧州 169 名、ラテンアメリカ 126 名、アフリカ 99 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。

- ・ 日本の CFO の自国経済に対する楽観度は上昇、自社に対する楽観度は下落。
- ・ 日本以外の地域では一般的に、借り入れの増加が発行企業の投資の抑制につながるものとみている。
- ・ 日本版コーポレートガバナンスコードの導入は、日本経済にプラスの影響をもたらしていると評価する一方、現時点での自社への影響は限定的。

2. 楽観度に対する国際的調査結果

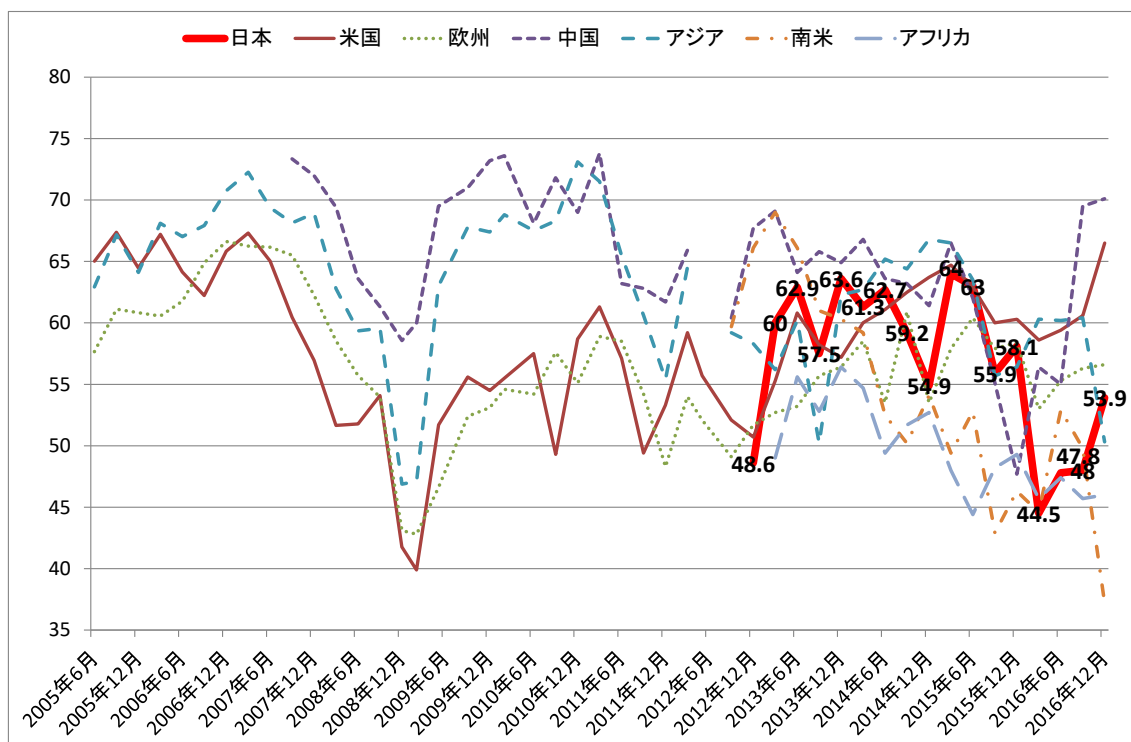
図表 1 は、2016 年第 4 四半期における世界の CFO の楽観度指数を表している。図表 2、図表 3 は、世界の CFO の自国経済と自社に対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。

図表 1 世界の CFO の楽観度指数

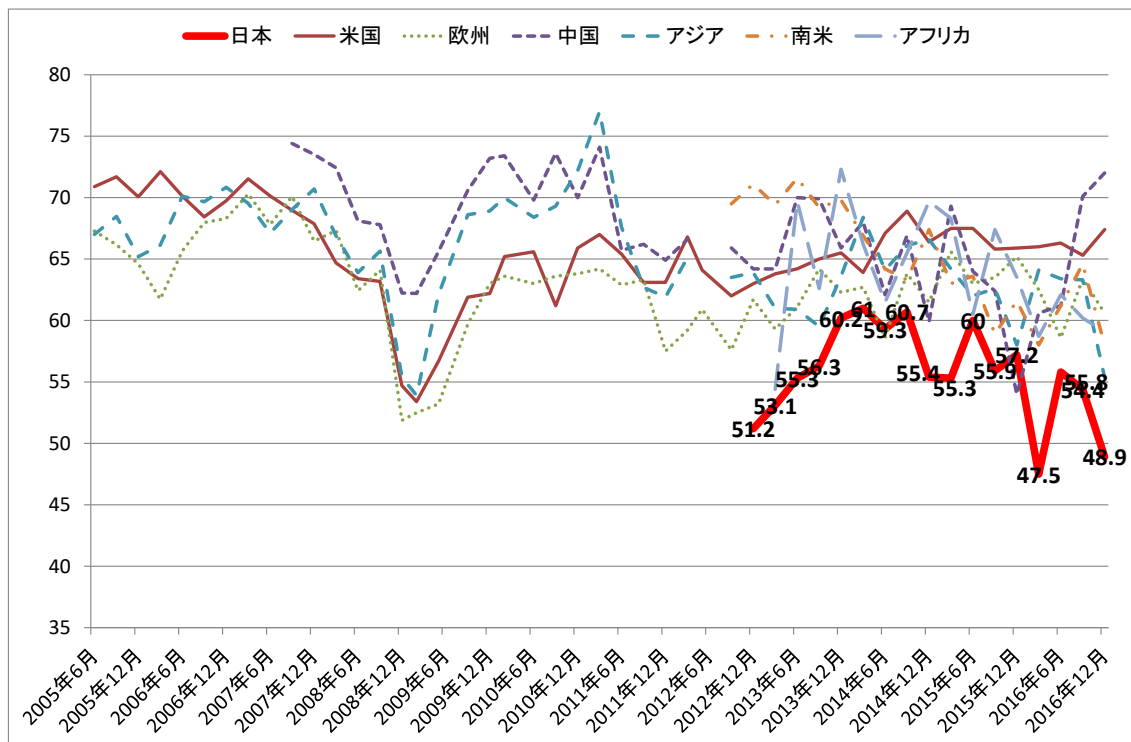
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	53.9	5.9	48.9	-5.5
米国	66.5	5.9	67.4	2.1
欧州	56.6	0.3	60.6	-2.8
中国	70.1	0.6	72.0	1.9
アジア(日本・中国を除く)	50.3	-10.1	55.4	-7.9
南米	37.2	-12.6	58.0	-6.6
アフリカ	46.0	0.3	59.1	-1.1

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



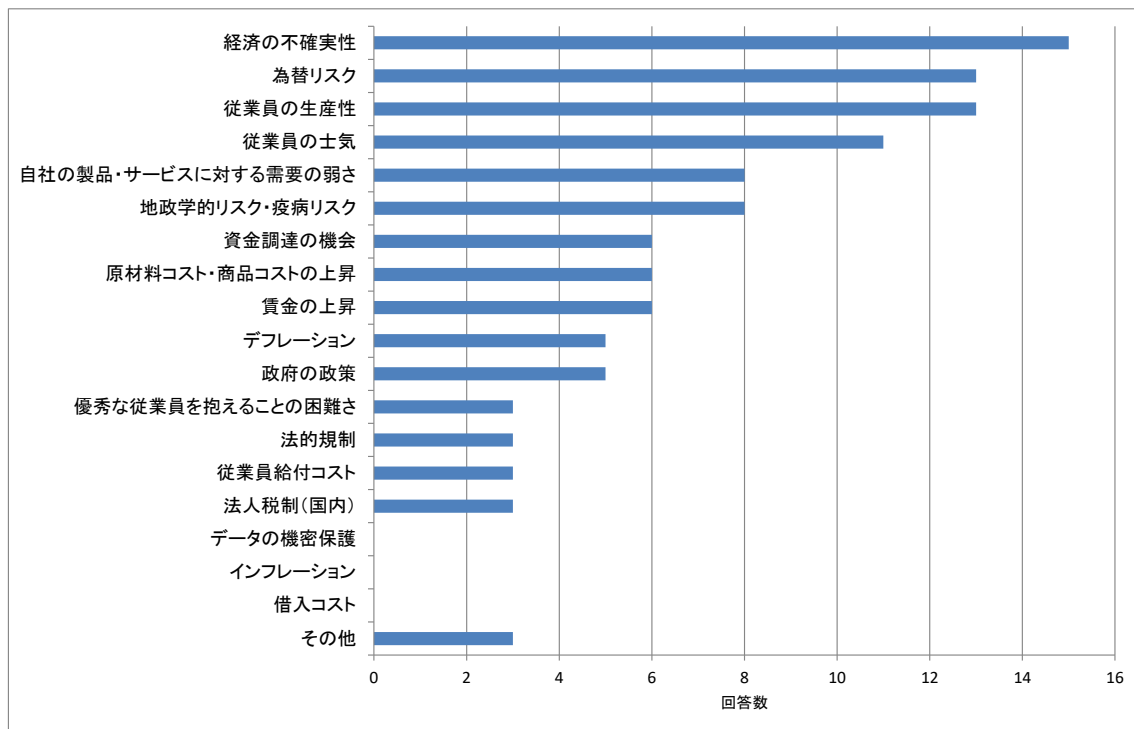
前回調査時に比べ、今期の日本の自国経済の楽観度は 5.9 ポイント上昇し、53.9 ポイントだった。トランプ次期米大統領の経済政策を好感したことによる株高の影響を受け、楽観的な見通しが強まったものと見られる。一方で、今期の日本の自社への業績見通しの楽観度はマイナス 5.5 ポイントの 48.9 ポイントとなり、再び 50 ポイントを下回る結果となった。

日本以外の地域に目を向けると、アジアおよび南米での楽観度の落ち込みが目立つものの、米国の楽観度は上昇しており、トランプ大統領への期待が見られるようだ。12月14日にはFRBが1年ぶりに利上げを行うことを決定しており、次回以降の楽観見通しへの影響が注目される。

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。

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。



日本企業の今後の懸念事項については前回と大きく変わることはなく、経済の不確実性、為替リスク、需要の弱さというマクロ経済要因を挙げた CFO の割合が引き続き高い。また、従業員の生産性や士気を上げる CFO も多く、先進国の中でも低水準にある日本の労働生産性に対する懸念が見て取れる。

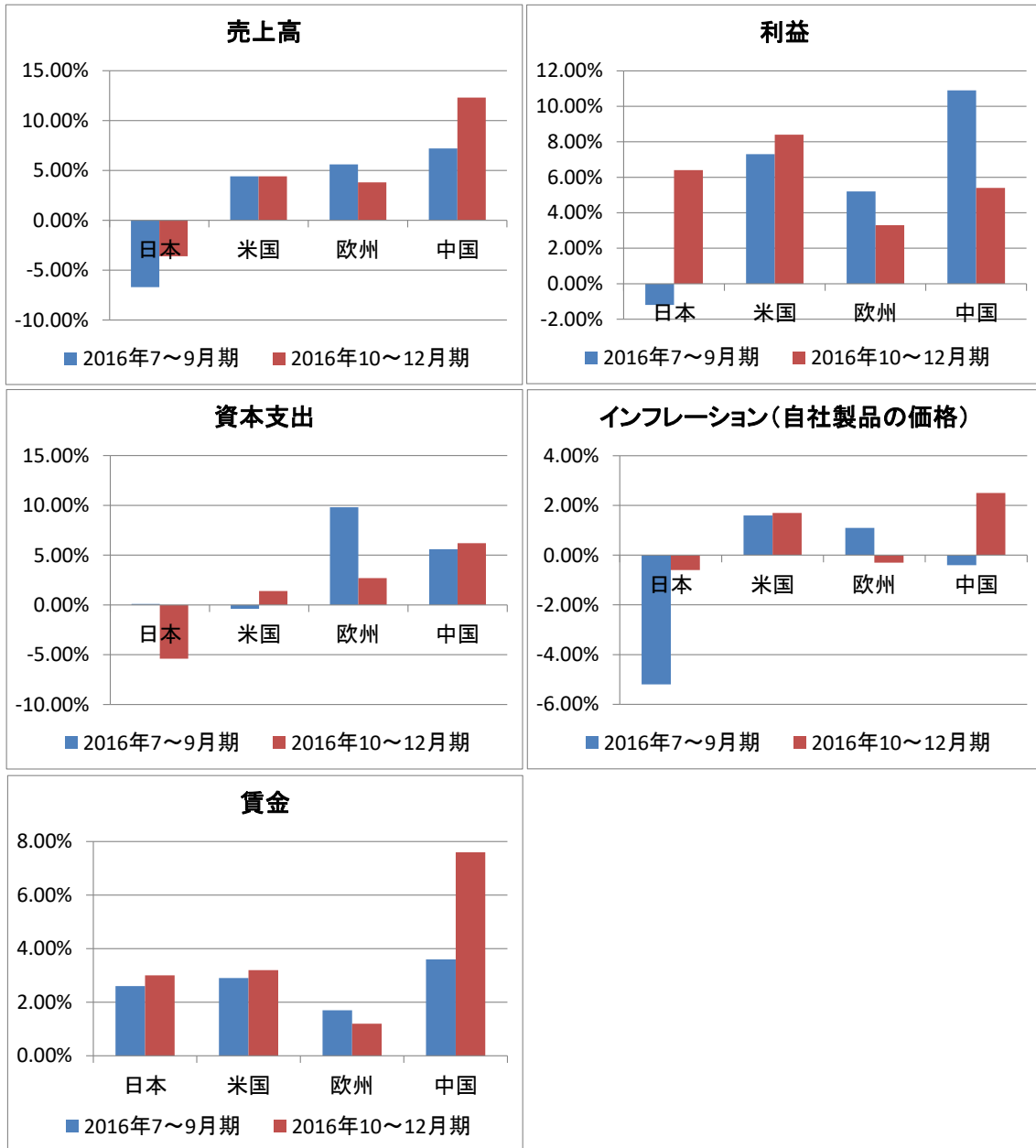
図表 5 は、前四半期と比較して、各項目がどの程度変化すると CFO が予想しているかを集計した結果である。世界的に見れば、ほとんどの項目について増加傾向にあり、今後も堅調に推移しているものと見られる。日本は、前回に引き続いて売上高の減少が見られるものの、利益は改善傾向にある。また、資本支出について、日本は低下傾向にあり、他の地域と異なる状況にあることが分かる。これは、図表 2 で示した将来の自社業績に対する日本の CFO の悲観的な見通しと一致している。

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	-3.60%	4.40%	3.80%	12.30%	6.30%	5.70%	5.80%
利益	6.40%	8.40%	3.30%	5.40%	5.60%	-1.80%	2.70%
資本支出	-5.40%	1.40%	2.70%	6.20%	3.20%	3.30%	3.80%
技術投資	2.70%	3.50%	2.10%	5.50%	5.30%	5.90%	8.40%
研究開発費	2.50%	0.90%	2.10%	5.80%	4.40%	2.70%	1.50%
マーケティング・広告宣伝費	0.10%	1.90%	1.70%	2.00%	1.90%	4.50%	2.60%
正規社員数	2.40%	2.20%	0.40%	7.30%	6.00%	-0.40%	-1.60%
賃金・給与	3.00%	3.20%	1.20%	7.60%	6.80%	4.50%	6.60%
医療費	2.40%	6.80%	0.50%	3.00%	2.70%	5.20%	5.10%
インフレーション（自社製品の価格）	-0.60%	1.70%	-0.30%	2.50%	1.20%	3.50%	4.60%

各項目別の前期との比較



今回のグローバル調査は、同業他社の負債調達とその影響に関する内容であった。各地域の結果を図表 6 にまとめている。

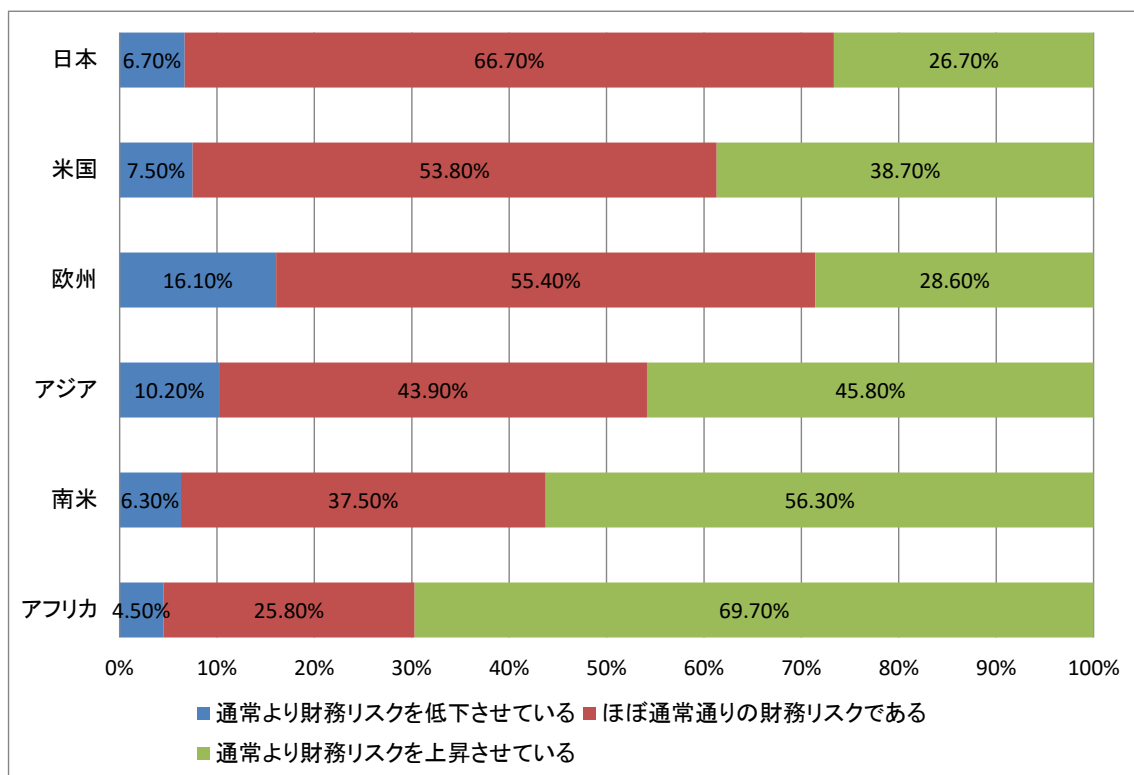
欧米では、新規借入れが発行企業の財務リスクを上昇させていると回答する割合が低く（図表 6 (a)）、どの地域でも負債調達した資金を「実際の事業」的な活動のために使用していると回答した割合が高かった（図表 6 (b)）。

また、「企業の債務が将来の投資機会を追求する能力を制限することになるか？」という質問に対して、日本では 8 割以上の CFO が「いいえ」と回答した（図表 6 (c)）。一方、日本以外の地域では、多くの CFO が、借入れの増加は発行企業の投資に何らかの制限を与えると回答しており、財務リスク上昇に対する懸念が伺える。

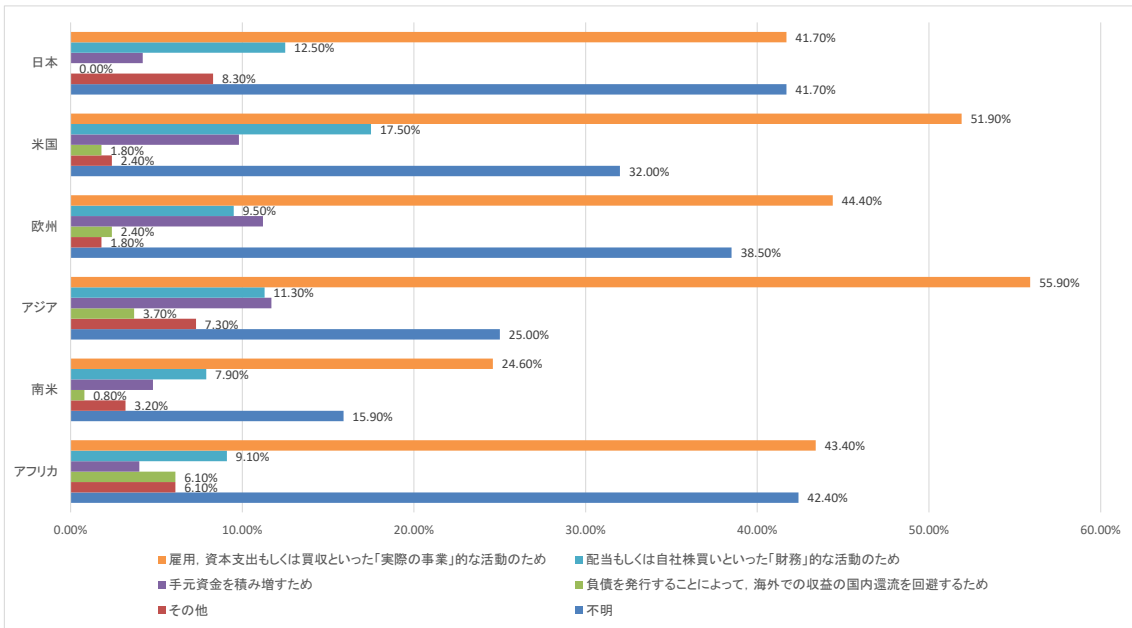
同業他社の負債構成に関する質問では、どの地域でも「適切である」と答えた割合が高かった（図表 6 (d)）が、一方で「分からない」と回答した CFO も多かった。

図表 6 過去 3 年間の貴社の同業他社が発行した負債額について検討してください。

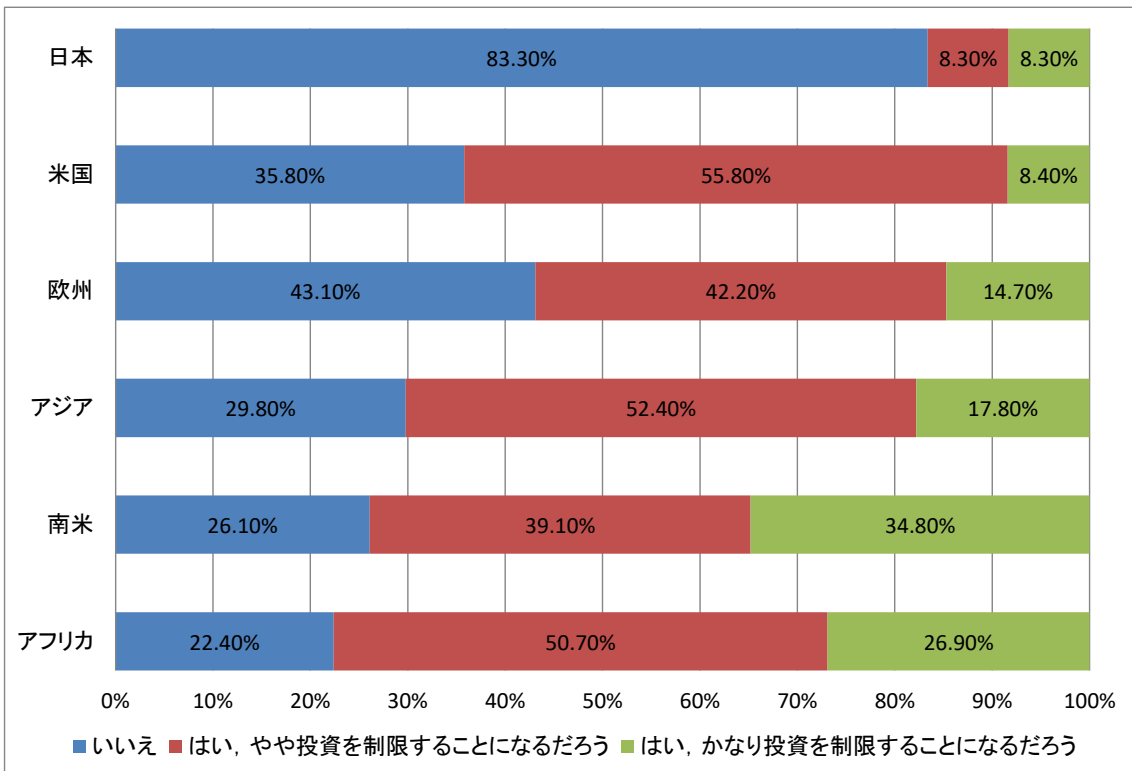
(a) そうした新規借入れは、発行企業の財務リスクを高めていますか？



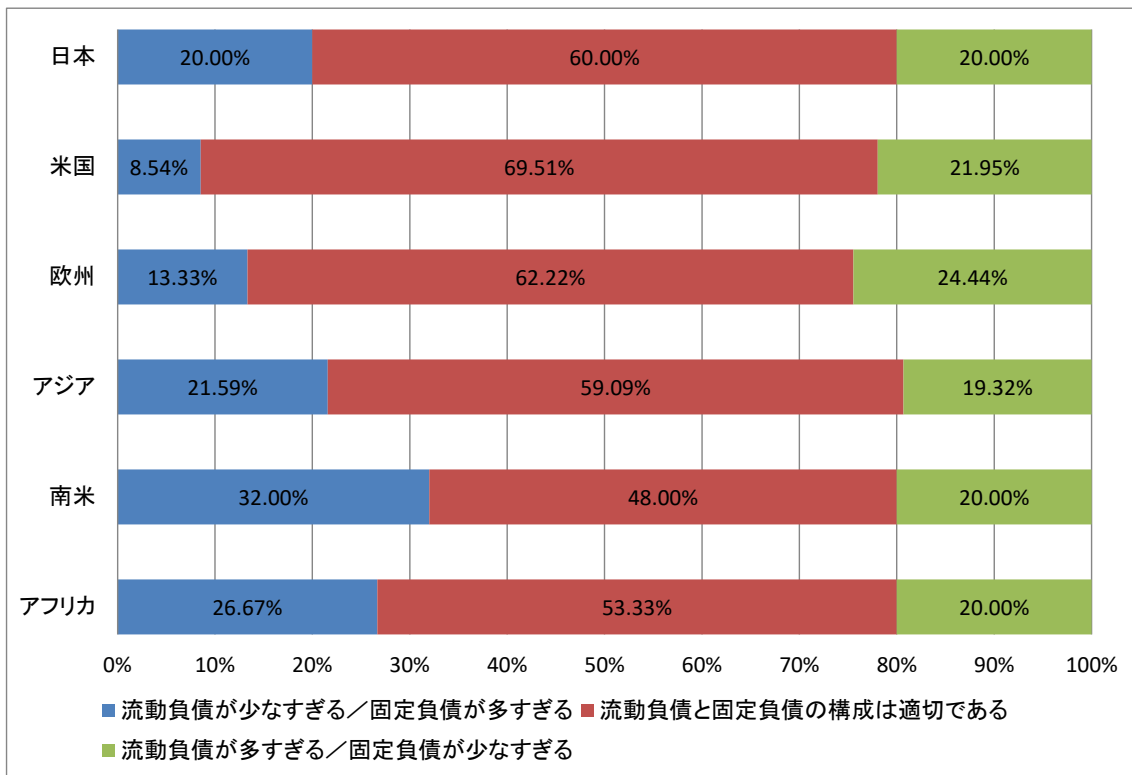
(b) それらの企業は負債調達した資金を何に利用したのでしょうか



(c) そうした企業の債務は、将来の投資機会を追求する能力を制限することになるでしょうか？



(d) そうした企業の流動負債と固定負債間の構成は適切でしょうか。

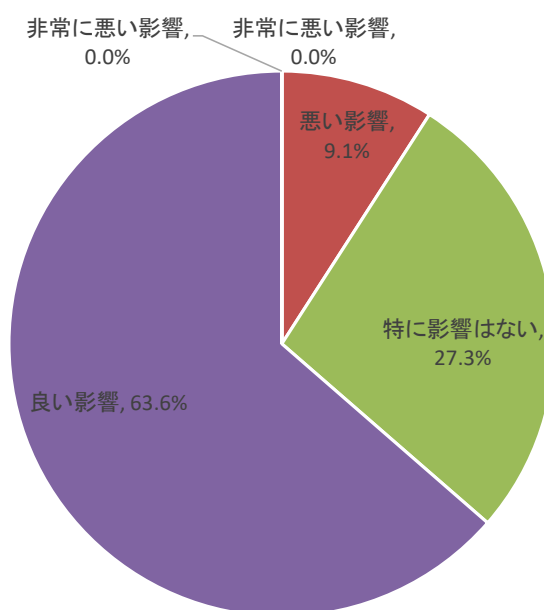


今回の日本に関する独自調査は、「昨年の日本版コーポレートガバナンスコードの導入に伴う影響」である。集計結果は図表 7 にまとめている。

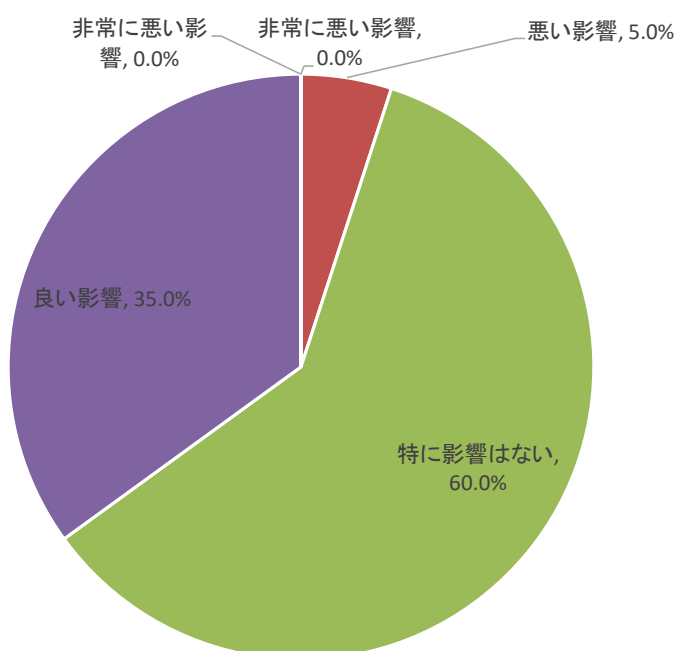
6 割超の CFO は、日本版コーポレートガバナンスコードの導入が日本経済に良い影響をもたらしていると回答している（図表 7 (a)）。一方で、自社に対して良い影響と回答した割合は全体の 35% に留まっており、6 割の CFO が特に影響はないと回答した（図表 7 (b)）。個々の状況を概観すると、各企業でのガバナンス強化に向けての取り組みや影響は様々であることが伺え、こうした事情が自国経済と自社に対する評価が異なった一因であるように思われる（図表 7 (c)）

図表7 日本版コーポレートガバナンスコードの導入は、日本経済および貴社にどのような影響を及ぼしていますか？

(a) 日本経済



(b) 自社



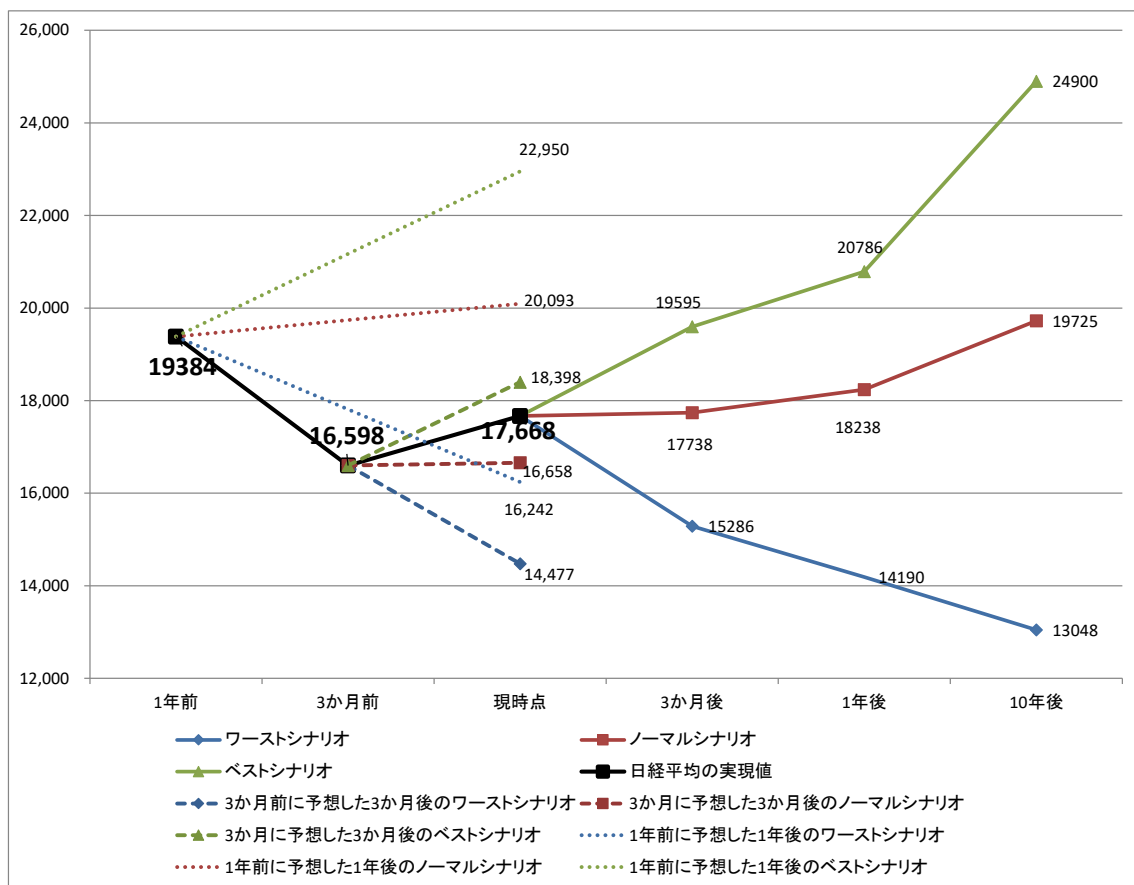
(c) 上記のコードの導入で貴社において最も影響の大きな項目はどの部分でしょうか。具体的な項目とその影響、または課題点について自由に記述してください。

- ・ 形骸的な議論と対応。
- ・ 株主との関係および従業員との関係。特に前者においては資本施策方針の見直し、また後者においてはグローバル人事施策。
- ・ 日本版コーポレートガバナンスコード導入以前より、委員会設置会社への移行、外国人社外取締役の就任等のガバナンス強化を行っており、コードの導入において大きな影響はなかった。
- ・ 政策保有株式の削減、安定株主の減少
- ・ 取締役会の活性化
- ・ 投資家との対話の質・量の増加
- ・ 取締役会の活性化 資本効率の重視。但し、社外取締役の（女性／人数）形式要件を充足することに留まっており、資質・構成など改善の余地は大きい。
- ・ 特に無し。
- ・ 従業員コントロールを増やした。
- ・ 役員報酬に業績インセンティブを導入する予定

図表 8 は、毎行っている日経平均株価予想に関する調査結果である。今回の調査時の日経平均は前回から上昇した水準（17,668 円）であり、さらに調査終了時点（12 月 1 日）の日経平均が 18,513 円と調査期間中の株価上昇のため、上昇トレンドにあると予想する CFO が多かった。

レポート作成時点（12 月 16 日）の日経平均は 1 年前とほぼ同水準の 19,401 円であり、本サーベイ期間中に予想された 3 か月予想レンジの上限で株価が推移している。

図表 8 2016 年 11 月 15 日の日経平均株価は 17,668 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9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 9 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	8	31	39
	20.5%	79.5%	100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	23	16	39
	59.0%	41.0%	100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	22	13	35
	62.9%	37.1%	100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	31	6	37
	83.8%	16.2%	100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	27	12	39
	69.2%	30.8%	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
	3	36	39
	7.7%	92.3%	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
	18	9	27
	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、要約したものです)

トランプ氏の次期大統領選勝利により上昇した米国の楽観度

米国の CFO は、次期大統領にトランプ氏が選出されたことで自国経済に対して楽観的な姿勢を見せており、特に規制改革や税制改革に関して楽観的な見方が広がっている。しかし、多くの米国企業は、トランプ次期大統領による今後の政策に関する詳細が明らかになるまで、具体的な動きを取ることは控えている。

直近の 5 四半期において、米国の楽観度指数は長期平均値である 60 近辺を上下していたが、大統領選挙後の今期サーベイでは楽観度が 66 へと高騰した。これは、ここ 10 年の間で最も高いレベルである。今後の米国経済に対してより楽観的になったと回答した CFO の割合は、より悲観的になったと回答した CFO の割合を 4 対 1 で上回っている。歴史的にみて、楽観度の高騰は、翌年以降の雇用の大きな伸びと GDP の上昇の予測につながるものである。

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。

「トランプ氏勝利により経済全体に対する楽観度が高騰した反面、自社業績に対する楽観度はわずかな上昇にとどまっている。このような現象は以前に他国でもみられた現象で、例えば、日本で安倍首相が選出された際や、ブラジルでジルマ・ルセフ大統領が罷免された際に同様な現象が起きている。米国の CFO は、近い将来ビジネスに有利な政策がとられることを期待しているが、具体的な政策の詳細が明らかになるまで、自社がどのようにこの新しい状況を歩んでいくか様子見をしようと考えているのだろう。」

米国の CFO は、諸規制をトップ懸念事項として挙げている。規制改革と法人税制改革への期待が楽観度を押し上げた二つの顕著な要因である。また、金融、ヘルスケア、運輸、小売業/卸売業の企業が最も楽観度が高い。米国内の懸念事項として、諸規制の他、経済の不透明性、有能な人材の採用及び維持、年金・社会保障負担などが挙げられている。来年 1 年間で、ヘルスケア関連支出は 6.8% の増加、賃金は 3.2% 超の増加が予想される。

米国の金利引き上げ

ほとんどの米国企業は、連邦準備委員会による利上げに賛成しており、利上げがあっても自社の支出計画は影響を受けないと述べている。利上げに賛成の CFO は、反対の CFO

を2対1の差で上回っている。

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。

「米国のCFOは、通常レベルの金利に戻る必要がある点に賛成している。今後1年内に利上げが行われると予想されているものの、CFOの半数以上は自社の借入コストが2017年内に増加するとは考えていない。全体として、借入コストは平均してわずか30ベース・ポイント増加するのみと予想している。このわずかな増加は今後の設備投資や雇用計画に影響を与えないだろう。実際、すでに金利は上昇しており、連邦準備委員会は市場をリードしているというよりも追随しているにすぎない。」

米国企業は、2017年に従業員数を2%増加させる計画で、設備投資については2%の増加を見込んでおり、急激な伸びではないが、前期予想の増加ゼロからは上昇している。

米国企業は、昨今の借入れ増加による財務リスクの上昇に直面している。米国の製造企業は、総資産に対する借入れ比率がここ5年間で、その前の水準の33%強増加したとしており、エネルギー関連企業も同様に66%増加したと述べている。これらの産業の60%超の企業が、この高い借入れ負担により将来の投資が抑制されるだろうとしている。

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。

「ここ2年間は、企業投資が少ないことが経済成長を鈍化させていた。多くの企業が抱えているこのような借入れ負担は、企業支出の回復を停滞させることにつながるかもしれない。」

CEOへの道

およそ3分の2のCFOは、現在CFOの職に就いていることは将来CEOになるための適切な準備になっていると考えている。また、将来CEOになるためには、さらに、オペレーションや生産に関する経験、リーダーシップ・トレーニング、経済に対する幅広い視野、営業、マーケティング、戦略立案に関する経験を積むことが有用であると考えている。

世界の楽観度

トランプ氏が次期大統領に選出されたことにより米国の楽観度は上がったが、メキシコ

では逆の現象が起きており、楽観度は前期より 16 ポイント低下し 47 であった。カナダの楽観度は前期より 1 ポイント下げ 63 であった。

欧州の CFO の自国経済に対する楽観度は前期から 1 ポイント上げ 57 であった。賃金は 1.2%の上昇が見込まれ、雇用は 0.4%の伸びが予想されている。

欧州の CFO のトップ懸念事項としては、経済の不透明性、政府の政策、諸規制、需要の低迷、為替リスク、有能な従業員の維持が挙げられている。欧州の CFO の半数超が、高い借入れ比率が自社の事業支出を阻害していると述べている。

アジア全体の楽観度は 59 であったが、地域により幅があり、マレーシアでは 30、シンガポールは 45、日本は 54、中国は 70 であった。インドの楽観度は前期の 65 から 52 に低下した。アジアの CFO の 3 分の 2 が、高い借入れ比率が設備投資を抑制していると述べているが、アジア全体で見ると、設備投資は引き続きおよそ 3.2%の増加予想となっている。日本においては、設備投資は減少予想である。

賃金については、アジア地域全体で 6%近い伸びが予想されているが、日本においては 3%の伸び、中国では 7.6%の伸びとなっている。正規雇用従業員については、アジア地域全体として 6%の伸びとなっている。アジアの CFO のトップ懸念事項として、経済の不透明性、需要の低迷、政府の政策、有能な人材の採用や雇用維持、為替リスクが挙げられている。

中国企業の 27%は、新しい贈賄防止法は中国企業間の競争力を高めるだろうと考えているが、半数の企業は、この贈賄防止法により中国企業がビジネスに過度に慎重になっていると述べている。

日本企業の 64%は、コーポレートガバナンスコードは自社に好影響を与えていると述べているが、これにより自社の競争力が高まったと考えている企業はわずか 35%であった。

アフリカ全体の CFO の楽観度は、前期と同水準の 46 であったが、地域により幅があり、南アフリカの CFO の楽観度は 45、ナイジェリアの CFO の楽観度は 49 であった。今後 1 年間で設備投資については、アフリカ地域全体で平均 4.2%の増加予想、賃金は平均 7%の上昇が見込まれている。正規雇用従業員は、南アフリカで減少する見込みである。

アフリカの CFO は、経済の不透明性、政府の政策、為替リスク、為替リスク、政治的不安定性（特に南アフリカ）を懸念事項として挙げている。

アフリカのCFOの70%近くが、自社の債務が通常より高い財務リスクをもたらしており、これにより4分の3のCFOが事業支出に慎重な姿勢をとっていると述べている。

ラテンアメリカ地域全体のCFOの楽観度は依然として低く、チリの楽観度は41、コロンビアは47、メキシコは47、エクアドルは28であった。ブラジルの楽観度は若干回復し57であった。ペルーの楽観度は依然として高く71であった。ラテンアメリカ地域全体の設備投資は3.3%の増加予想であり、メキシコとエクアドルを除いて全体としてプラスの見通しとなっている。正規雇用従業員については、コロンビアとペルーでは増加が予想される一方、ブラジル、チリ、エクアドル、メキシコでは減少が予想されている。

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 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83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。

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[®]、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