

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
2017年6月（第2 四半期）

2017年6月27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 84 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（2017 年第 2 四半期）の調査期間は、2017 年 5 月 23 日～6 月 8 日であり、世界中で総計 743 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 377 名、アジア 75 名（日本の CFO26 名を含む）、欧州 130 名、ラテンアメリカ 120 名、アフリカ 41 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。

- 楽観度は世界全般に回復傾向が継続。ただし、日本は横ばい状態。
- 日本の CFO の懸念材料は、従業員の生産性と、有能な人材の逼迫がトップ 2 要因となっている。
- 日本の CFO は、政策や規制に関する不確実性が通常より高いとは感じていないが、世界で最も低い資本コストの下でも、投資政策は世界で最も慎重。コア事業以外に手を出さないという方針が主要因。
- 日本では、ガバナンス改革の中で、実際に機関投資家のガバナンスに対する関与が強まっている。

日本の楽観度は世界の中で、やや出遅れ感が出てきている。ただし、自社の利益見込みは回復を見込んでいることから、楽観度は後退に転じているようには見えない。従業員の生産性や人材の逼迫への懸念は、働き方改革や、売り手市場の新卒採用市場の影響を受けている可能性がある。また、世界で最も低い資本コストの中で、非コア事業の投資には手を出さないという投資方針は、選択と集中の経営が徹底しているという見方が出来る一方で、機会損失も発生している可能性を示唆する。

2. 楽観度に対する国際的調査結果

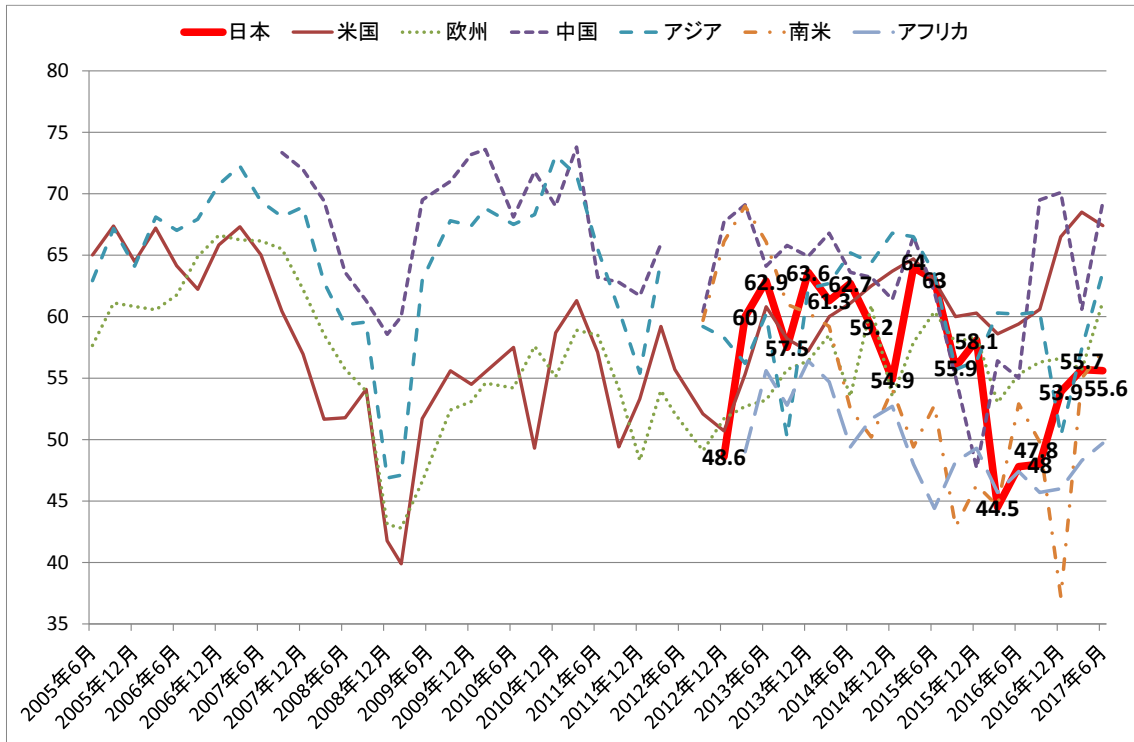
図表 1 は、2017 年第 2 四半期における世界の CFO の楽観度指数を表している。図表 2、図表 3 は、世界の CFO の自国経済と自社に対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。

図表 1 世界の CFO の楽観度指数

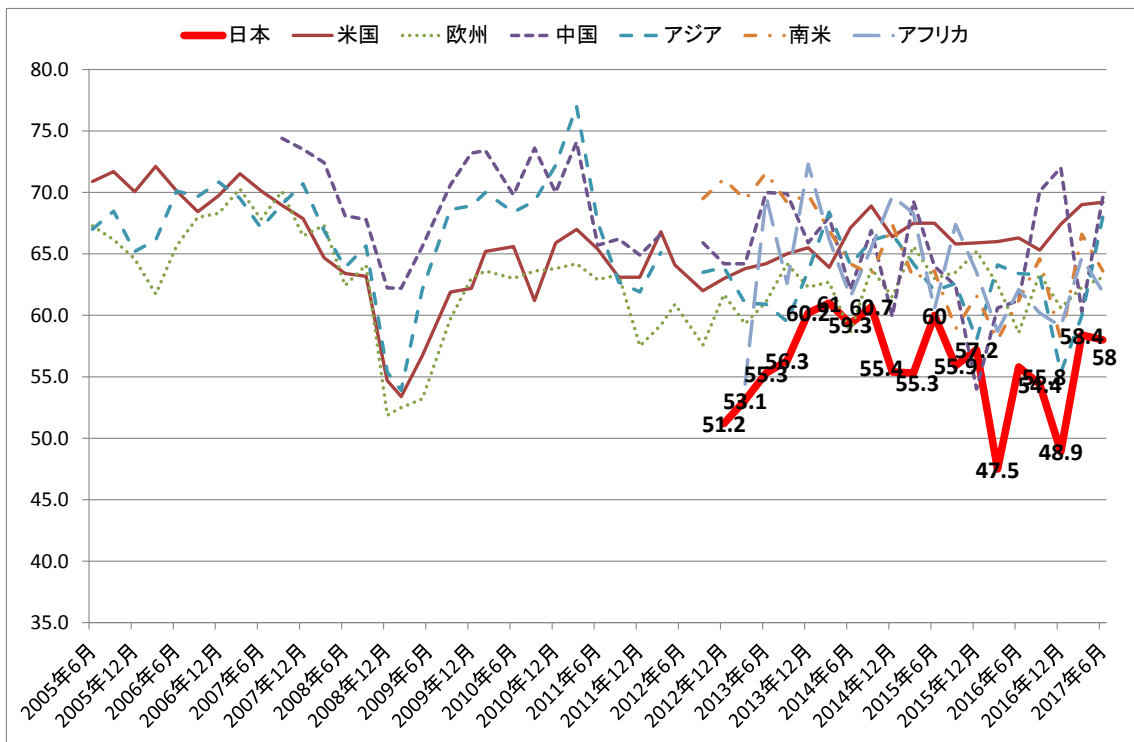
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	55.6	▲ 0.1	58.0	▲ 0.4
米国	67.4	▲ 1.1	69.2	△ 0.2
欧州	61.2	△ 5.5	63.1	△ 0.8
中国	69.3	△ 8.7	69.6	△ 9.3
アジア(日本・中国を除く)	63.6	△ 6.2	68.0	△ 8.0
南米	57.2	△ 2.2	63.6	▲ 3.0
アフリカ	49.7	△ 1.4	61.9	▲ 2.8

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

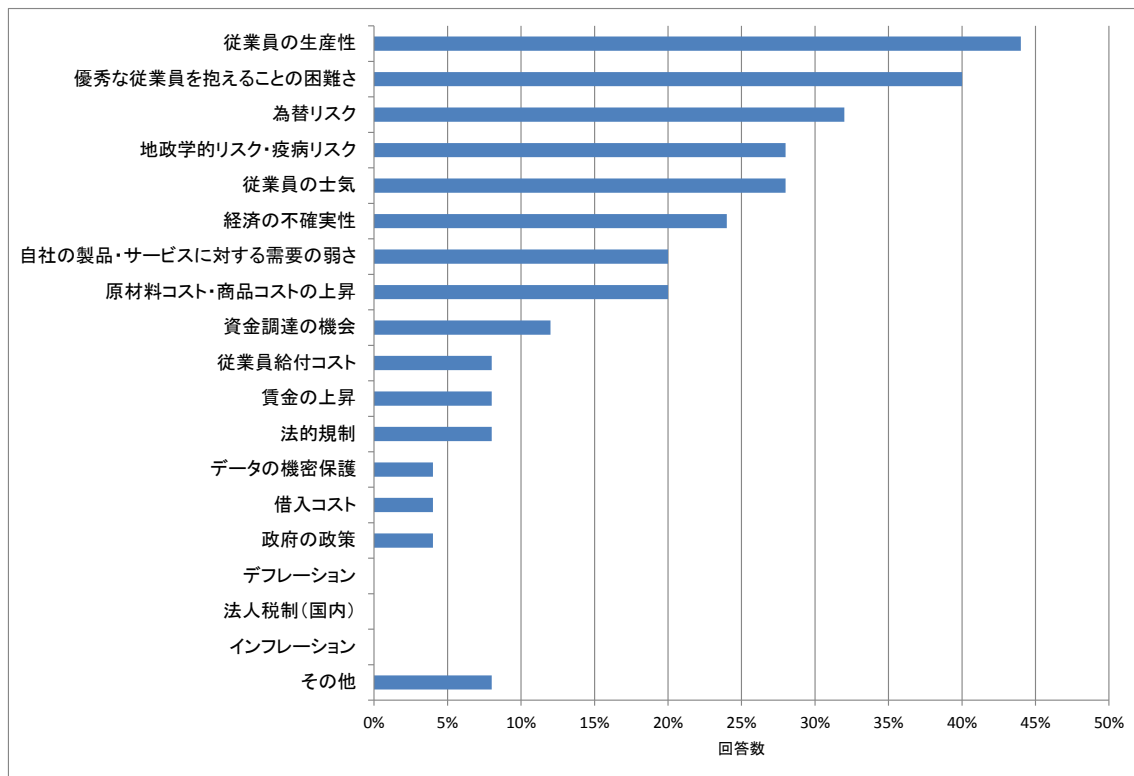


今期の調査では、日本の自国経済に対する楽観度、自社の業績見通しに対する楽観度ともに前回調査時よりわずかに低下し、それぞれ 55.6 と 58.0 であった。世界全体と比較しても、日本の楽観度は出遅れ感が出てきている。日本以外の地域では、前回の落ち込みが大きかった中国での楽観度が大幅に回復し、欧州の楽観度も上昇した。米国では自国経済に対する楽観度が若干低下したが、67.4 と引き続き高いレベルを維持している。

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、前回と同様に、従業員の生産性が最大の懸念事項となった。その他の懸念事項としては、前回 4 位であった優秀な従業員を抱えることの困難さが 2 位に上がり、為替リスクや地政学的リスク・疫病リスクが上位に挙げられている点が注目される。働き方改革や、本年の新卒採用市場の売り手市場の状況から懸念が強

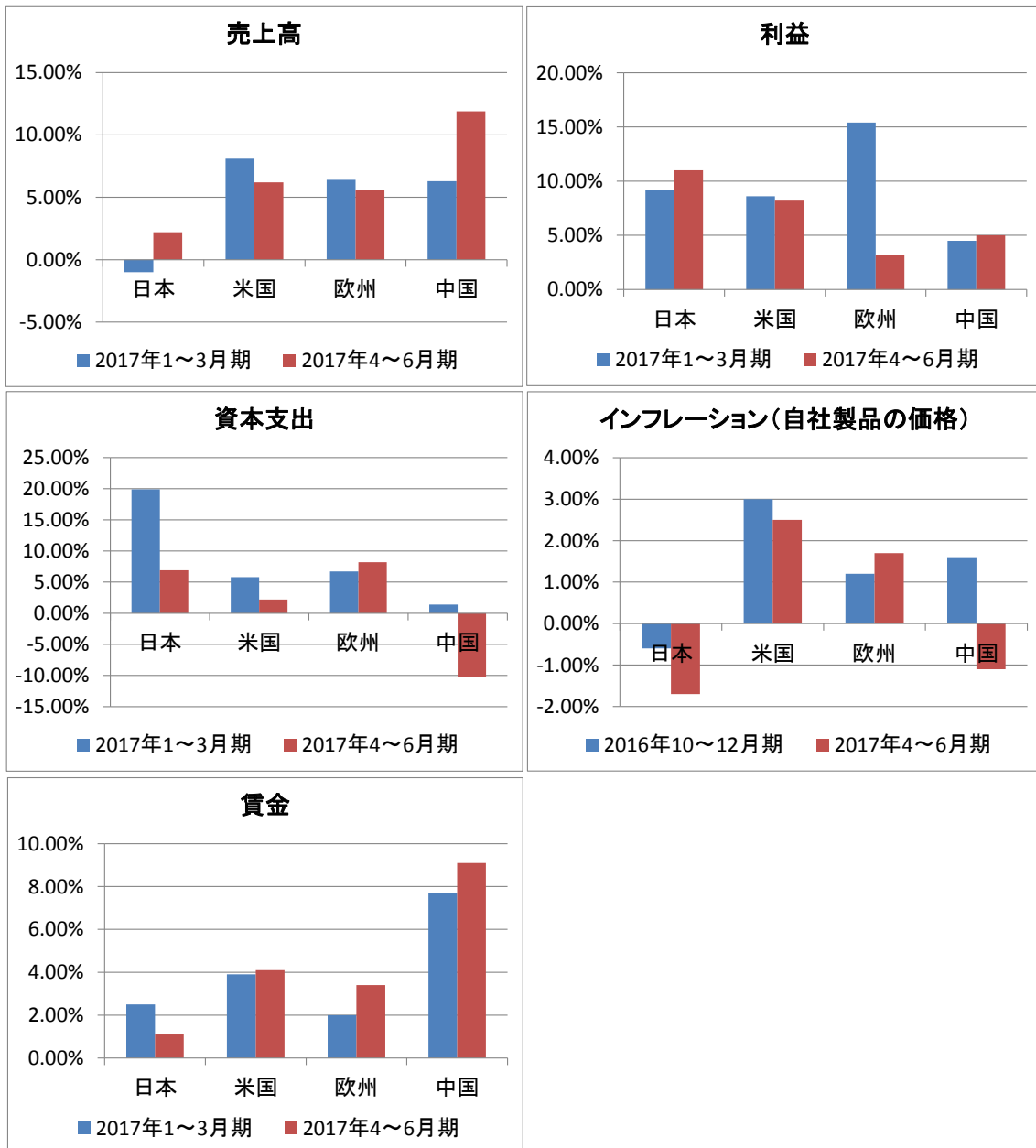
まっている可能性がある。

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。売上高の成長率が世界でも低いが、これは継続的なデフレ期待の影響を受けていると考えられる。一方で、利益は改善傾向にあり、設備投資にも前向きな姿勢を維持している。ただし、雇用拡大の政策につながるほどの力強さはまだ見えない。

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？

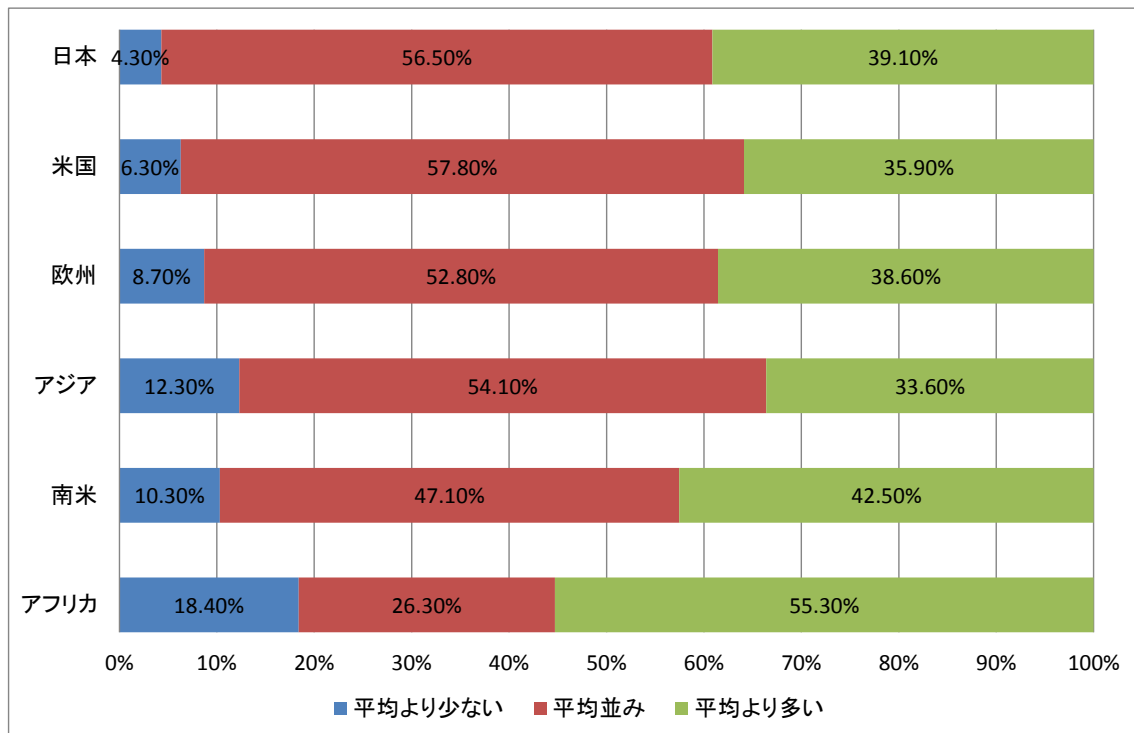
	日本	米国	欧州	中国	アジア	南米	アフリカ
売上高	2.20%	6.20%	5.60%	11.90%	3.60%	3.70%	8.90%
利益	11.00%	8.20%	3.20%	5.00%	10.80%	3.00%	11.30%
資本支出	6.90%	2.20%	8.20%	-10.30%	5.40%	-0.60%	6.00%
技術投資	1.20%	4.10%	6.90%	10.80%	3.70%	2.80%	14.30%
研究開発費	0.60%	2.30%	6.70%	8.80%	1.60%	-0.10%	2.40%
マーケティング・広告宣伝費	2.30%	1.80%	3.90%	-1.80%	2.00%	2.50%	2.20%
正規社員数	0.70%	3.80%	1.70%	8.90%	2.60%	-4.10%	-5.00%
賃金・給与	1.10%	4.10%	3.40%	9.10%	3.00%	3.80%	3.60%
医療費	8.10%	7.80%	2.20%	4.80%	5.70%	5.40%	7.50%
インフレーション（自社製品の価格）	-1.70%	2.50%	1.70%	-1.10%	-0.90%	3.20%	2.10%

各項目別の前期との比較



今回のグローバル調査は、企業が直面している不確実性について質問をしており、各地域の結果を図表 6 にまとめている。経済学では、不確実性は、確率で計測できない点でリスクとは異なると解釈されている。政府の政策は、その意味でリスクというより不確実性として解釈される。今回の質問の背景には、米国トランプ政権における政策の不安定さがあると考えている。

図表 6 貴社が通常直面する不確実性と比較して、貴社が現在直面している不確実性のレベルは、どのように位置づけられますか？



日本の CFO は、世界の他の地域の CFO と比較して、特に不確実性が高いとは感じてないようである。

次に、政府の政策や経済状況の不確実性が高い中で、企業を経営する上でのベスト・プラクティスについて質問をしており、各地域の結果を図表 7 にまとめている。ベスト・プラクティスに関して自由記述もお願いしたが、大変興味深い内容が多い（日本の回答のみ）。

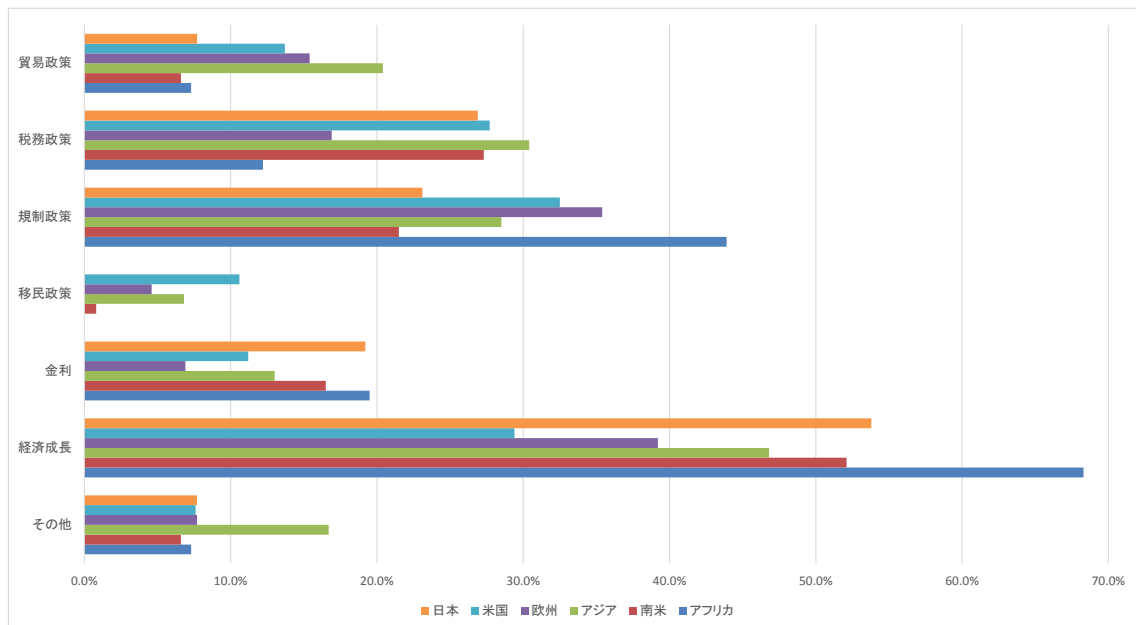
政府の政策や経済状況の不確実性が高い中で、企業を経営する上でのベスト・プラクティスは何だとお考えですか？（日本の回答のみ）

- ・ リスクの把握とリスク分散、事前の対策実施。
- ・ カスタマーファースト

- ・ 本業をしっかりと行うこと
- ・ 不確実性に耐えうるだけの筋肉質な経営体質を構築すべく、継続的な事業構造改革の実行と、原価低減による収益の改善及び運転資金圧縮
- ・ 成長戦略
- ・ 財務体質の強化
- ・ **agility**
- ・ 市場の観察と新製品・サービスを創造する活動を継続すること
- ・ 常に、顧客のニーズにあった製品を開発し、適正な在庫と納期管理の徹底を行う。
- ・ 優秀な人材を確保し、モチベーションを維持させること。
- ・ 透明性の高いコミュニケーション
- ・ 顧客開拓力
- ・ リスク管理とタイムリーな情報収集

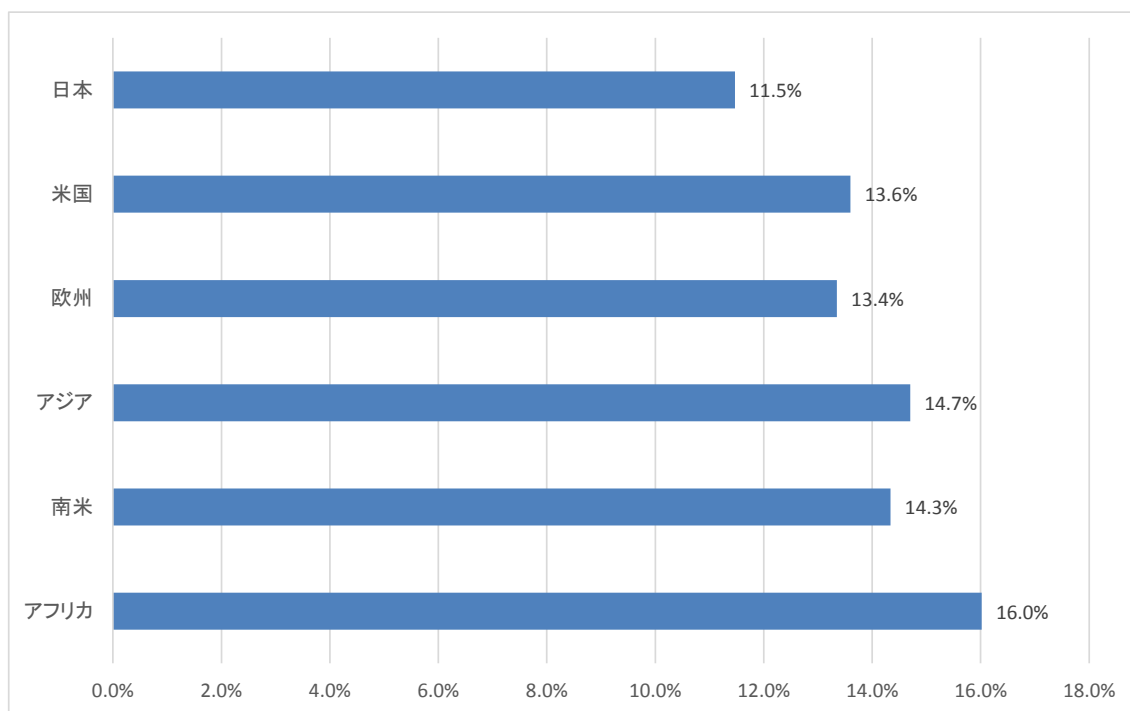
日本企業の CFO は、顧客ニーズの把握とそのニーズに応えることが事業上の不確実性への対応策であり、これを財務体質の強化で、不確実性に備えている姿が浮かび上がる。

図表 7 政府の政策や経済状況の不確実性が高い中で、企業を経営する上でのベスト・プラクティスは何だとお考えですか？



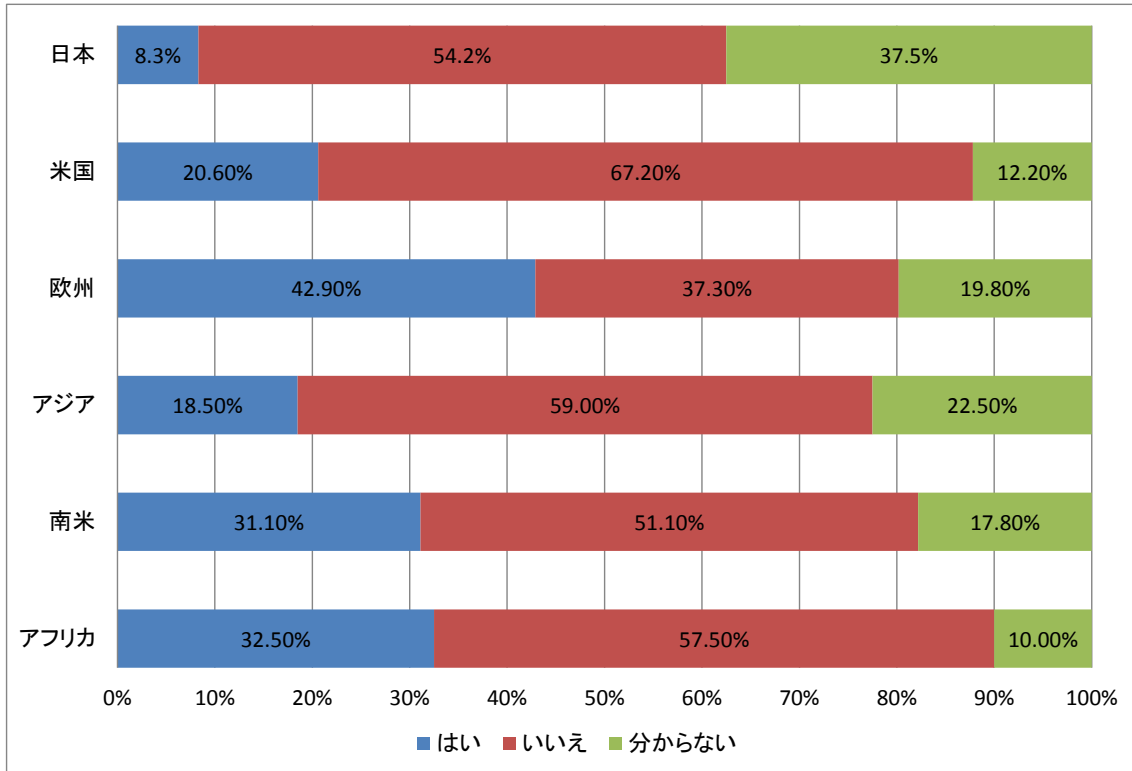
次の質問は、投資案件を評価する際のハードル・レートについての質問である。図表 8 に各地域の結果をまとめている。

図表 8 投資案件を評価する際に貴社が使用するハードル・レート(最低必要利回り)は何%ですか？



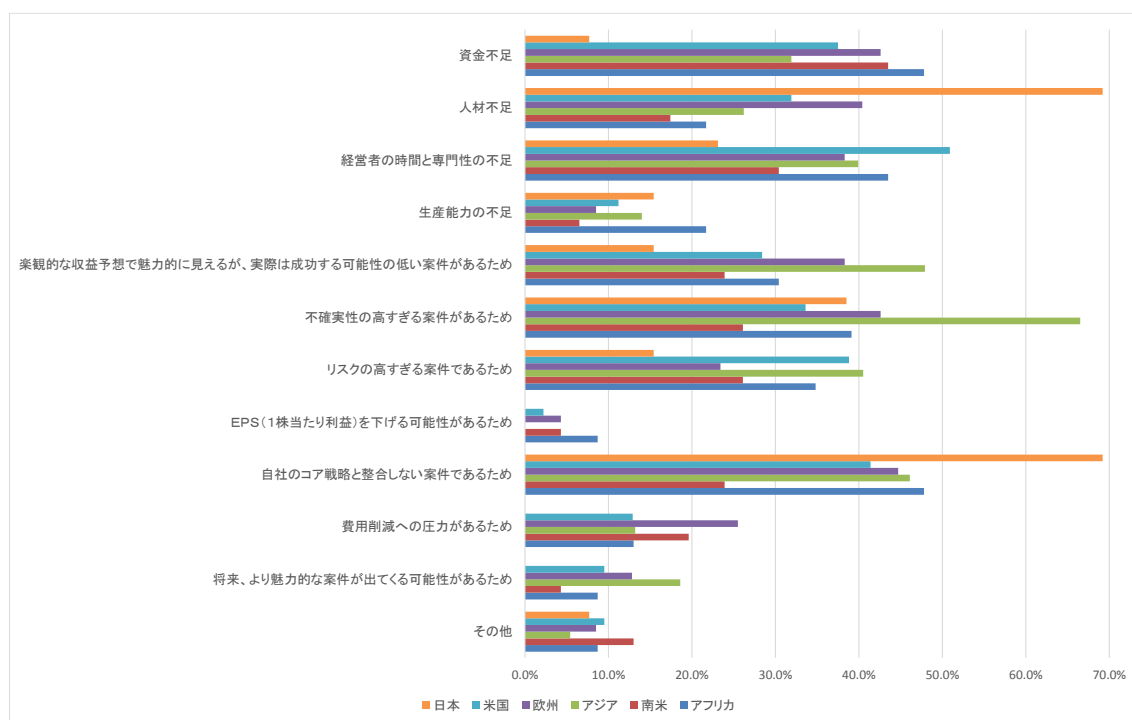
日本のハードル・レートは世界で最も低い。これは後述の WACC の低さに依存する。WACC とハードル・レートの差 (投資判断における社内的リスクプレミアムと解釈可能) は 4.6% で、これは欧州と同じで、米国の 3% より高い。

図表 9 貴社は、ハードル・レートを超えるリターンを生み出すと期待できる案件は、全て実行しますか？



企業ファイナンスの教科書には、ハードル・レートを越える投資案件は全て実行すべきと書いてある。これは、こうした投資は、定義から NPV が正と見込まれる投資案件であり、これを全て実行することで企業価値が最大化されるためである。しかし、実際にはそうはいかないことを回答は示している。その中でも日本企業は最も投資採択率が低いことが回答から示唆される。その理由は、次の図表 10 の回答に現れている。

図表 10 貴社のハードル・レートより高いリターンを生み出す案件を全て実行するには制約がある場合、それはどのような制約ですか。



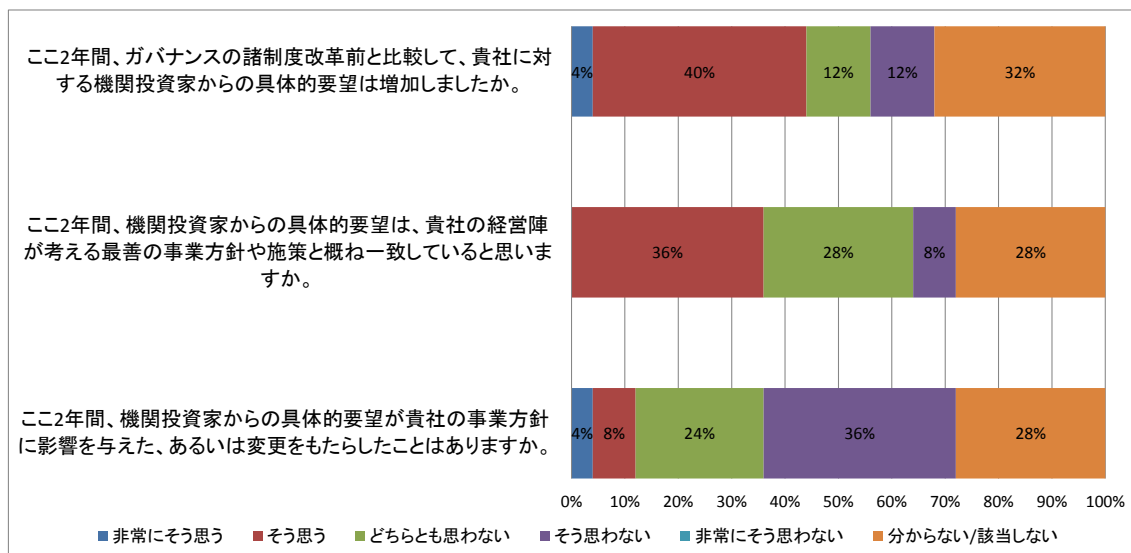
日本企業は、資金は潤沢だが、人材不足とコア戦略との不一致が投資不採用のトップ要因となっている。人材不足は、少子高齢化の中で大きな回復の見込めない要因であり、大きな懸念材料となる。コア戦略との不一致は、日本企業における「選択と集中の経営」の徹底と解釈できるが、企業自身が正のNPVを認識しているのであれば、もう少し積極的に可能性を探る選択肢もあるかも知れない。ただし、ここでも人材不足がボトルネックとなっている可能性がある。

図表 11 2017年の全社的加重平均資本コスト(WACC)は何%ですか？

	WACC	負債資本コスト	株式資本コスト	負債比率
日本	6.9%	1.8%	6.2%	37.6%
米国	10.6%	7.1%	11.8%	36.4%
欧州	8.8%	6.7%	10.7%	30.9%
アジア	9.3%	6.5%	8.2%	29.8%
南米	11.7%	9.3%	13.4%	33.4%
アフリカ	13.4%	12.2%	13.7%	28.3%

図表 12 は、日本独自の質問である機関投資家からの具体的な要望に関する回答をまとめている。

図表 12



ガバナンス改革の下で、半数近い CFO が、機関投資家の企業への具体的要求が増加したと感じている。現時点では、機関投資家の要求は、企業から見て違和感のある内容のものは少数に留まっているようである。現時点では、機関投資家の要求が企業の事業方針に影響を与えたとする CFO は少数だが、今後はその影響度が増大してくる可能性がある。

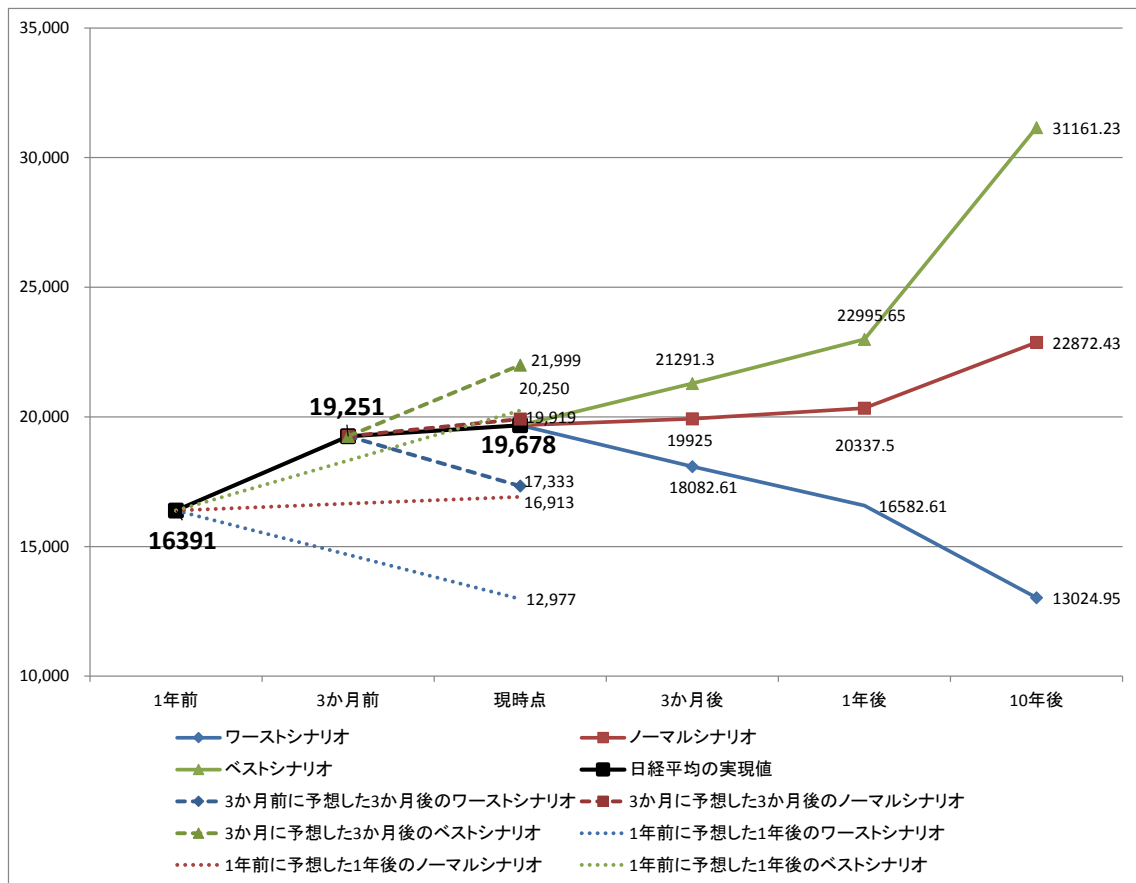
(自由記述)

No	機関投資家の要望の具体的内容	会社の対応に関するあなたの考え
1	プライシング	同意
2	中期経営計画の達成（グローバルコンペティターと同等の収益率を確保できる事業構造の確立）	既存事業の成長加速と、事業構造改革実行による収益力の改善、事業ポートフォリオの直しと成長事業強化のためのM&Aの実行
3	一般管理費の削減	給料、ボーナスは優先して護る
4	余裕資金の成長投資	検討している
5	親会社への配当100%	一部留保すべき
6	資金の株主還元	株主還元をある程度考慮しつつも事業投資を優先
7	還元性向向上	適宜対応
8	配当性向の向上	会社の総合的判断も重要

9	収益改革	実行している
10	成長戦略	当然のこと
11	マーケットシェアの拡大	広告メディアをネットにシフト

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。楽観度調査でも見られるが、日本の CFO の株価予想は横ばいとなっており、引き続き方向感に乏しいものとなっている。1 年前の CFO の予測値よりも、現在の株価は 3 千円ほど高い水準で推移しているが、上昇トレンドにあるという実感はないようである。

図表 13 2017 年 5 月 22 日の日経平均株価は 19,678.28 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

	製造業	非製造業	合計
a. 業種	5	10	15
	33.3%	66.7%	100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	10	5	15
c. 従業員数	66.7%	33.3%	100.0%
	1万人以下	1万人以上	合計
d. CFOの所在地	9	5	14
	64.3%	35.7%	100.0%
e. 企業形態	関東	関東以外	合計
	13	2	15
f. 海外での売り上げ	86.7%	13.3%	100.0%
	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
g. 海外での売上が最も高い地域	9	6	15
	60.0%	40.0%	100.0%
海外での売上が最も高い地域	海外での売上無し	海外での売上有り	合計
	3	11	14
海外での売上が最も高い地域	21.4%	78.6%	100.0%
	アジア	アジア以外	合計
海外での売上が最も高い地域	3	3	6
	50.0%	50.0%	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)

米国企業を取り巻く不確実性

米国の CFO は、規制政策やヘルスケアコストに係る不確実性が事業投資計画を手控える要因となっていると述べている。

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。

「規制政策に係る不確実性により米国企業は様子見の姿勢をとっており、事業の拡大を控えているようである。また、ヘルスケア関連政策の不確実性により、雇用を見合わせる企業が出てきている。」

米国の CFO の 40%近くが、自社を取り巻く現在の不確実性は、通常レベルよりも高いと述べている。これらの CFO のうちおよそ 60%の CFO が、このような不確実性により新規のプロジェクトや投資を控えていると述べている。

これに関連し、ジョン・グラハム教授は次のように述べている。

「企業を取り巻く現在の不確実性により、4分の1近くの企業が事業計画の延期や中止を余儀なくされているということがうかがえる。これは、米国の成長に大きなマイナスとなると考えられる。」

税制改革

税制改革の実行の有無やその時期が明確でないため、米国企業は投資を控えており、これに関連してジョン・グラハム教授は次のように述べている。

「米国の CFO は、取締役会メンバー、法人、税務上のパススルー法人、個人、の全般にわたって減税される税制改革を切望している。もし 3 カ月から 6 カ月間投資を延期できれば、企業は税制改革に伴い投資を一時に費用化することが可能になり、現時点で投資をするよりも、より多くの短期的減税を受けられる可能性が出てくる。したがって、改革は中期的な成長を促すかもしれないが、内容が不明確なために、短期的には企業の投資を遅らせることにつながっているといえる。貿易に関する重要政策についても先行きが不透明なため、現在、企業は様子見の姿勢をとっているようだ。」

米国の楽観度は高いレベルを維持

今期の米国の楽観度は、前回調査時から 2 ポイント低下し 67 であったが、依然として長期平均値の 60 を大幅に上回っている。

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。

「米国の CFO は、米国経済のみならず自社業績の見通しに対しても楽観的な姿勢を維持している。過去の調査における我々の分析によると、この CFO の楽観度指標は今後を予測する上で非常に優れた先行指標であり、特に雇用計画や GDP 成長率において優れた予測因子となる。」

米国における雇用予想は一年前に比べ堅調である。賃金も上昇傾向にあり、今後 12 カ月にかけて約 3%の賃金の上昇が見込まれる。特に、建設業やテクノロジー産業においてはさらに大幅な賃金の上昇が予想される。

米国 CFO のトップ懸念事項

今期のサーベイでは、米国の CFO の懸念事項として、有能な人材の採用および維持がこれまでで初めてトップに挙げられた。これに関連して、Duke 大学のジョン・グラハム教授は、次のように述べている。

「労働市場は逼迫しており、企業は自社が求める能力やスキルを持ち合わせた有能な人材を見つけることが難しいと感じている。マネジメント能力の必要な職種や特別なスキルを要する職種（例えば、ディーゼル機械工、ハイテクエンジニア、営業サービス職）において適切な人材が不足していることがうかがえる。」

他の懸念事項としては、来年にかけて 7%以上の増加が予想されるヘルスケアコスト、米国政府の手詰まり状態が挙げられており、データセキュリティも今回初めてトップ 5 懸念事項のひとつとして挙げられている。

世界の経済状況

● 欧州

欧州の CFO の楽観度は、米国の CFO の楽観度より低く 61 であったが、設備投資は増加傾向にあり、雇用についても 1.7%の緩やかな伸びが見込まれる。

欧州の CFO のトップ懸念事項としては、経済の不確実性、有能な人材の確保が挙げられており、続いて諸規制、政府の政策が挙げられている。欧州の企業の 5 分の 1 が、諸規制や経済の不確実性により事業拡大計画を控えていると述べている。

また、資金不足や有能な人材の不足が、企業価値を高める投資案件を進める際の制約となっていると述べており、さらに、不確実性の高すぎるプロジェクトや自社のコア事業でないプロジェクトである場合も制約の要因となると述べている。

- アジア

今回調査では、アジアの CFO の楽観度は米国の CFO の楽観度と同レベルにまで上昇し、設備投資は 5% の増加、雇用は 2.7% の伸びが予想されている。トップ懸念事項としては、有能な人材の確保や、為替リスク、従業員の生産性の低下が挙げられている。

アジア企業のおよそ 3 分の 1 が、経済成長と税制政策に対する不確実性が通常より高いレベルにあると述べているが、このことにより事業拡大を控えるアジア企業はほとんどないようである。企業価値を高める投資案件が常に実行されるわけではない主な理由として、不確実性が高すぎることや、過度に楽観的な収益予想が要因として挙げられている。また、リスクが高すぎる場合や自社の事業戦略上コア事業ではないプロジェクトである場合にも投資案件実行の制約要因となると述べている。

- ラテンアメリカ

ラテンアメリカの CFO の楽観度は控えめで、1 年前の非常に低いレベルから上昇し 57.2 であった。メキシコの楽観度は、半年前の調査で大きく低下したが (47)、前回に引き続き今期の調査でも完全に回復したといえる。しかし、依然として経済の不透明性と需要の低迷に対する大きな懸念がある。事業支出は横ばい予想、正規雇用は減少する予想である。世界の他の地域よりも、ラテンアメリカの CFO は、自国経済や政府の政策の不透明性による事業拡大計画の延期や中止をする割合が高い。

また、企業価値を高める投資案件の制約となるトップ事項として、資金不足が挙げられている。

- アフリカ

アフリカの CFO の楽観度は世界で最も低く 49.7 であった。雇用予想も軟調であり、経済の不透明性、政治状況の不安定さ、政府の政策がトップ懸念事項として挙げられている。

アフリカの企業の 55%が、自社を取り巻く現在の不確実性は通常よりも高いレベルであり、このうち半数以上の企業が、これらの不確実性により自社の事業拡大計画を控えていると述べている。

また、企業価値を高める投資案件の制約となるものとして資金不足が挙げられている。プロジェクトが自社のコア事業ではない場合や、経営者の時間が不足していることも投資案件実行の制約要因となると述べている。

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 85 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

CFO・グローバル・ビジネス・アウトック・サーベイ・ジャパン

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