

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9月（第3四半期）

2017年9月26日公表  
CFOサーベイ日本チーム  
[cfosurveyjp@gmail.com](mailto: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 86 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（2017 年第 3 四半期）の調査期間は、2017 年 8 月 22 日～9 月 7 日であり、世界中で総計 843 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 400 名、アジア 101 名（日本の CFO22 名を含む）、欧州 163 名、ラテンアメリカ 150 名、アフリカ 29 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。

- 楽観度はアジアで減退傾向。米国でも自国経済には弱気が広まりつつある。
- 前回の調査で、日本の CFO の懸念材料として、従業員の生産性と、有能な人材の逼迫がトップ 2 要因となっていたが、今回の調査はその具体的な内容を、グローバルで質問している。
- 日本企業は、相対的に自社の管理職、従業員に対し、自社固有のスキルを求める傾向があると見られ、これが管理職の外部からの採用、育成を制約しているようである。
- ただし、全体としてみると、米国、欧州ほど深刻とはいえないが、日本においても管理職および従業員の人材不足および採用の難しさが投資の阻害要因となっている。

## 2. 楽観度に対する国際的調査結果

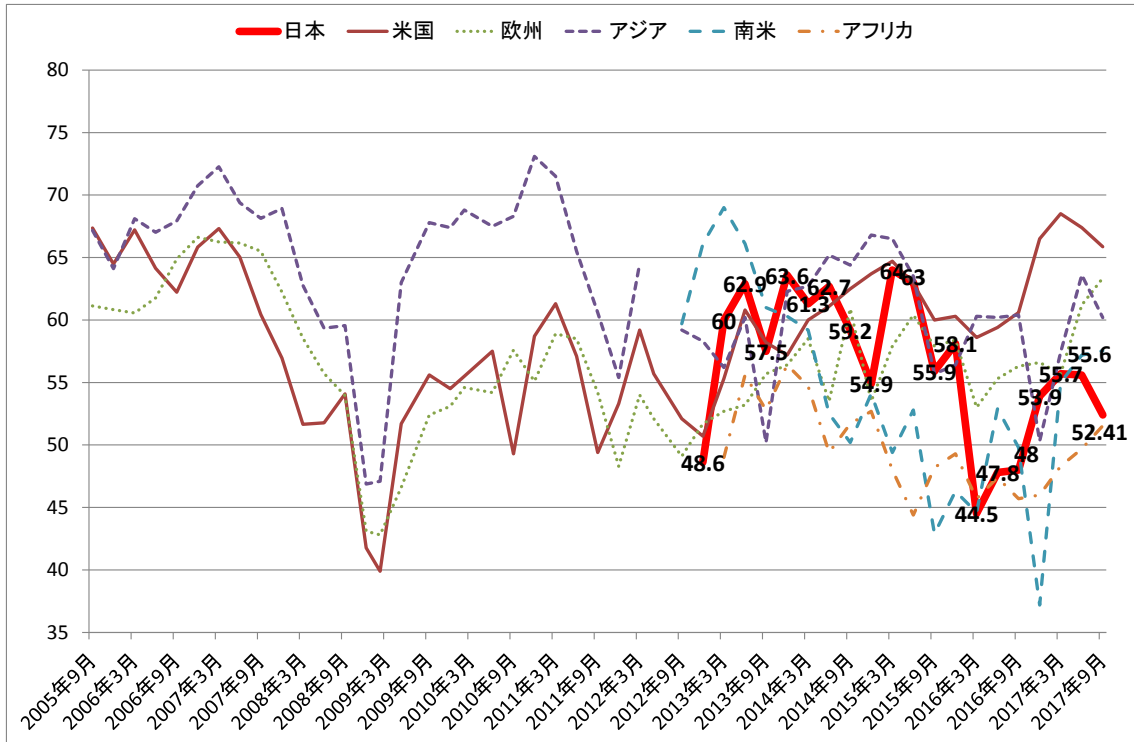
図表 1 は、2017 年第 3 四半期における世界の CFO の楽観度指数を表している。図表 2、図表 3 は、世界の CFO の自国経済と自社に対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。

図表 1 世界の CFO の楽観度指数

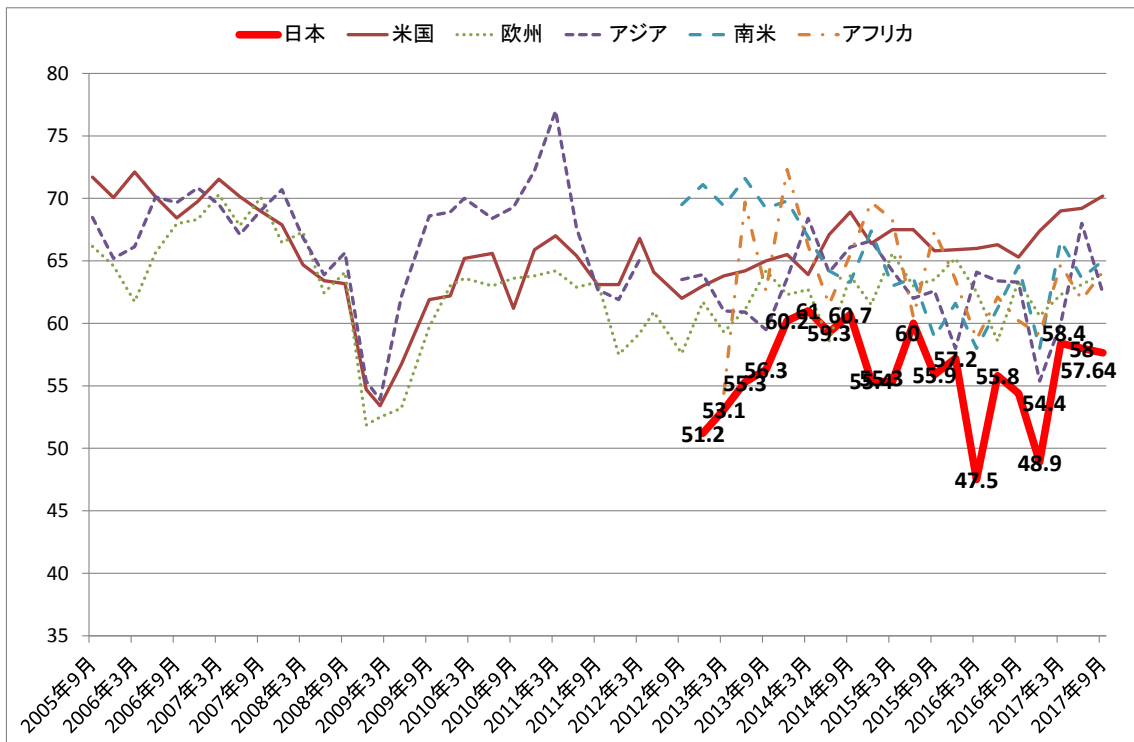
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	52.4	▲ 3.2	57.6	▲ 0.4
米国	65.9	▲ 1.5	70.2	△ 1.0
欧州	63.4	△ 2.2	64.0	△ 0.9
アジア	60.2	▲ 3.4	62.5	▲ 5.6
南米	57.5	△ 0.3	65.0	△ 1.4
アフリカ	51.5	△ 1.8	64.1	△ 2.2

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

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

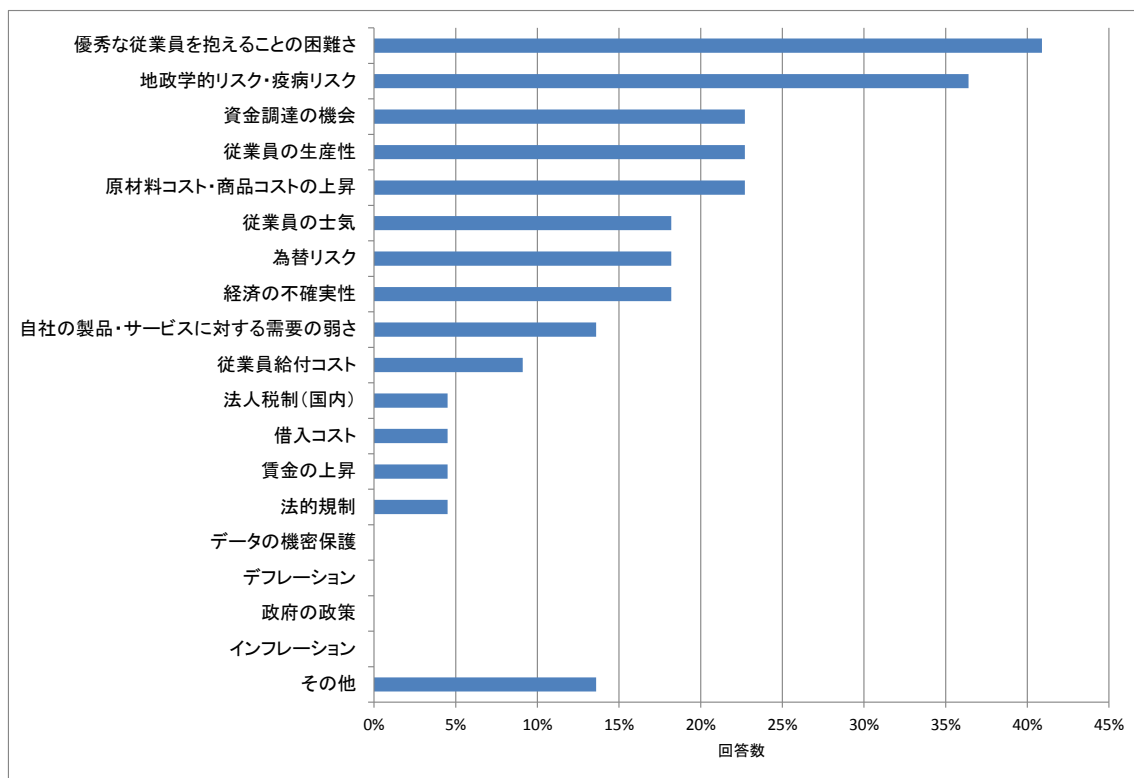


今期の調査では、日本とアジアの自国経済に対する楽観度、自社の業績見通しに対する楽観度ともに前回調査時より低下し、特に日本は 50% に近づきつつある。また、米国は自国経済に対する楽観度が後退しているが、自社に対しては引き続き改善が継続している。ただし、その上昇ペースは下がっており、全体として慎重な見方が増えつつあると見てとれる。一方で、欧州の楽観度は、前月に続いて上昇している。

### 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。



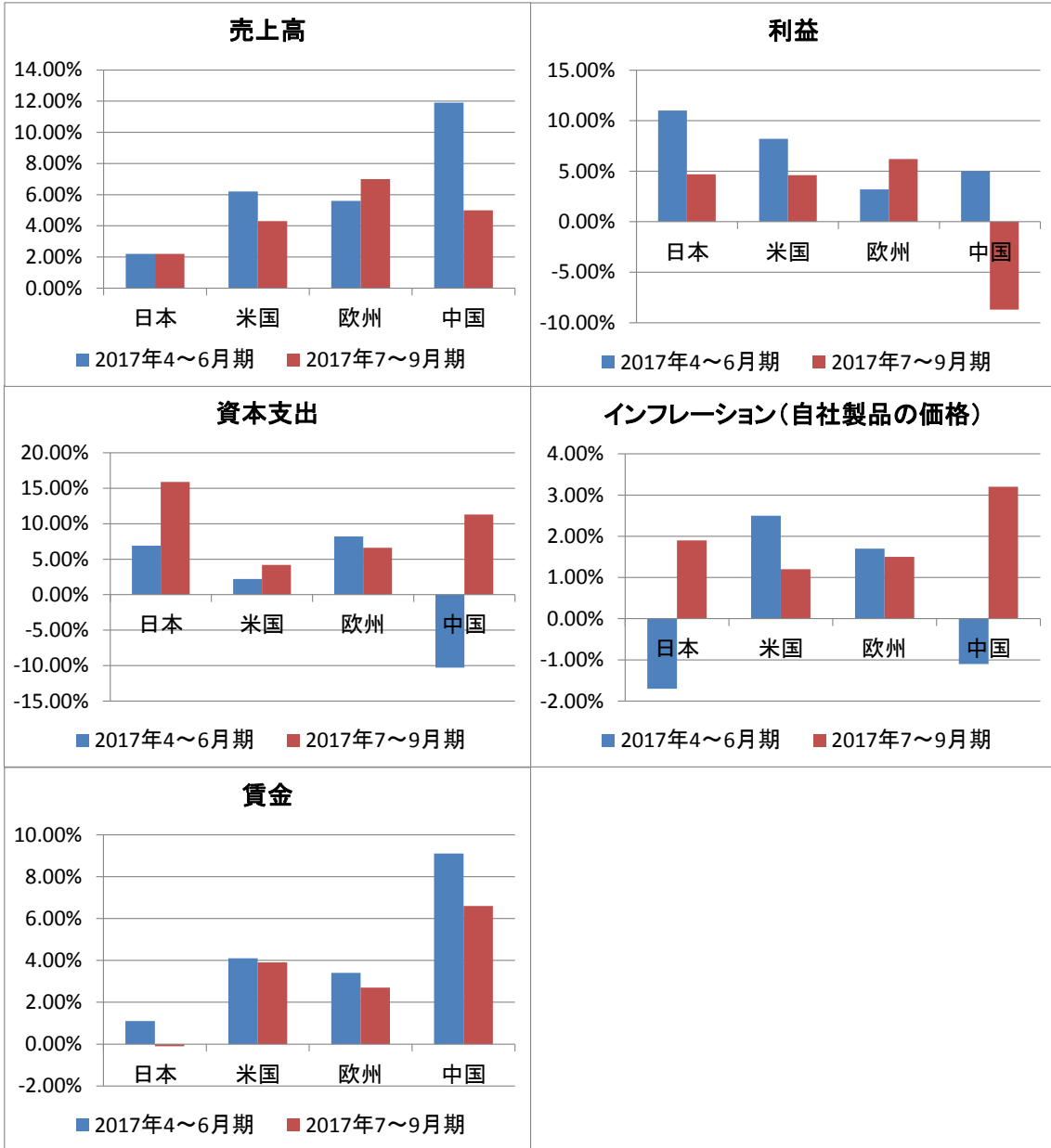
日本企業の今後の懸念事項については、前回 2 位だった優秀な従業員の確保が最大の懸念事項となった。これは、少子高齢化の中で、特に優秀な人材の確保が非常に厳しくなり、経営課題として認識されるに至っていることを示唆する。また、地政学的リスクが第 2 位に上昇し、北朝鮮情勢への懸念が強く意識され始めていることを示す。

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最も低いが、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。世界的に見ても、利益と設備投資の改善傾向は明確である。ただし、雇用拡大につながるほどの力強さはまだ見えない。ただし、これは慎重な姿勢のみならず、優秀な人材確保が困難になっていることも原因かも知れない。

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%	4.30%	7.00%	5.00%	2.90%	8.14%	14.00%
利益	4.70%	4.60%	6.20%	-8.70%	0.70%	7.04%	11.80%
資本支出	15.90%	4.20%	6.60%	11.30%	8.10%	4.06%	3.10%
技術投資	6.90%	5.20%	5.20%	12.20%	8.90%	3.96%	14.40%
研究開発費	6.50%	1.30%	3.20%	2.50%	3.40%	1.69%	3.00%
マーケティング・広告宣伝費	0.30%	1.70%	4.90%	1.70%	2.50%	2.70%	5.70%
正規社員数	1.40%	3.40%	0.40%	1.60%	-0.50%	1.11%	-0.10%
賃金・給与	-0.10%	3.90%	2.70%	6.60%	1.70%	4.03%	4.90%
医療費	1.40%	8.60%	1.20%	0.60%	1.80%	4.63%	3.50%
インフレーション (自社製品の価格)	1.90%	1.20%	1.50%	3.20%	0.80%	2.10%	4.20%

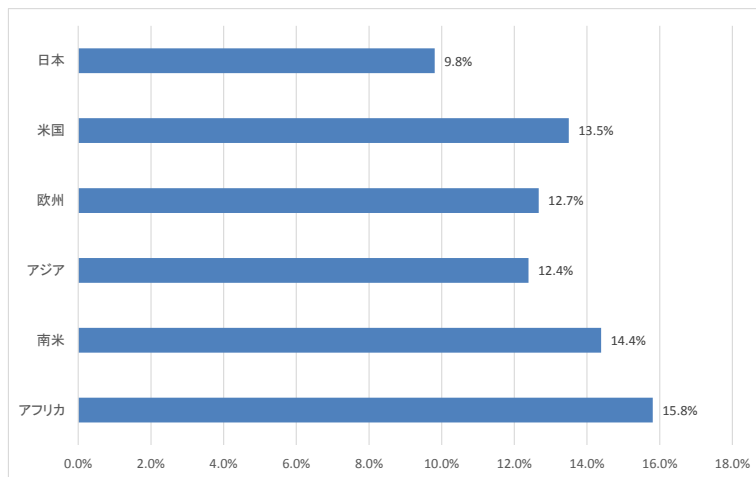
各項目別の前期との比較



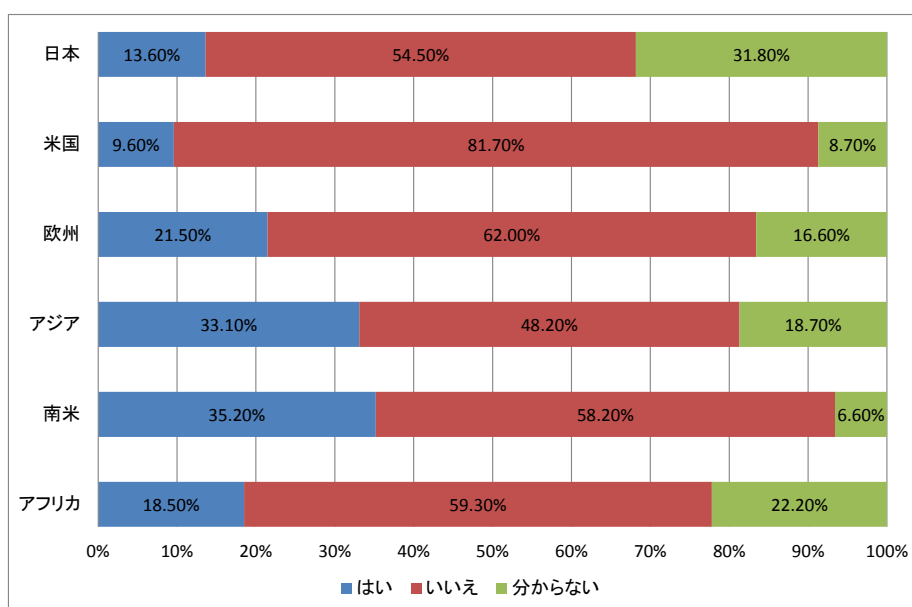
今回のグローバル調査は、企業が投資を十分に行えない理由として、人的資本の不足に焦点を当てた質問がグローバルで行われている。これは、前回のサーベイで人材不足や経営者の資源不足を挙げた CFO が、日、米、欧州で高かったことから、追加調査になったものだ。

このテーマの最初の 2 問の質問は、前回と同様である。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については、日本のハードル・レートは世界で最も低い。日本、米国、欧州での金利差はハードル・レートの差より小さいことから、日本企業は相対的に高いリスクプレミアムを要求しているようである。

図表 6 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？

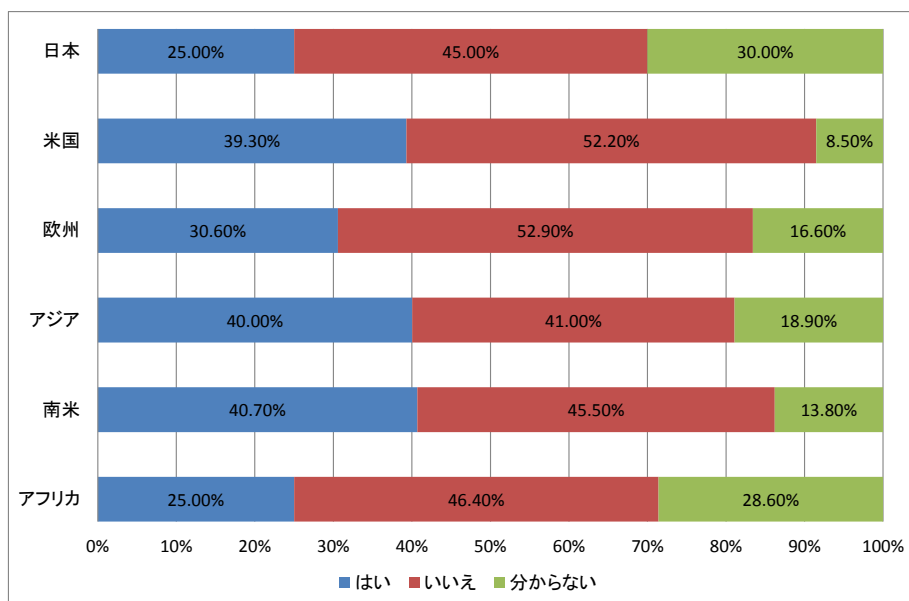


図表 7 貴社は正の正味現在価値 (NPV) をもつ案件を全て実行しますか？



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。NPV 正の投資プロジェクトのうち、日本、欧州、米国では 8 割程度の企業でプロジェクトが見送られる事態が発生しているようである。アジアや南米では相対的に高い比率で、全ての正の NPV を実施していると回答されている。

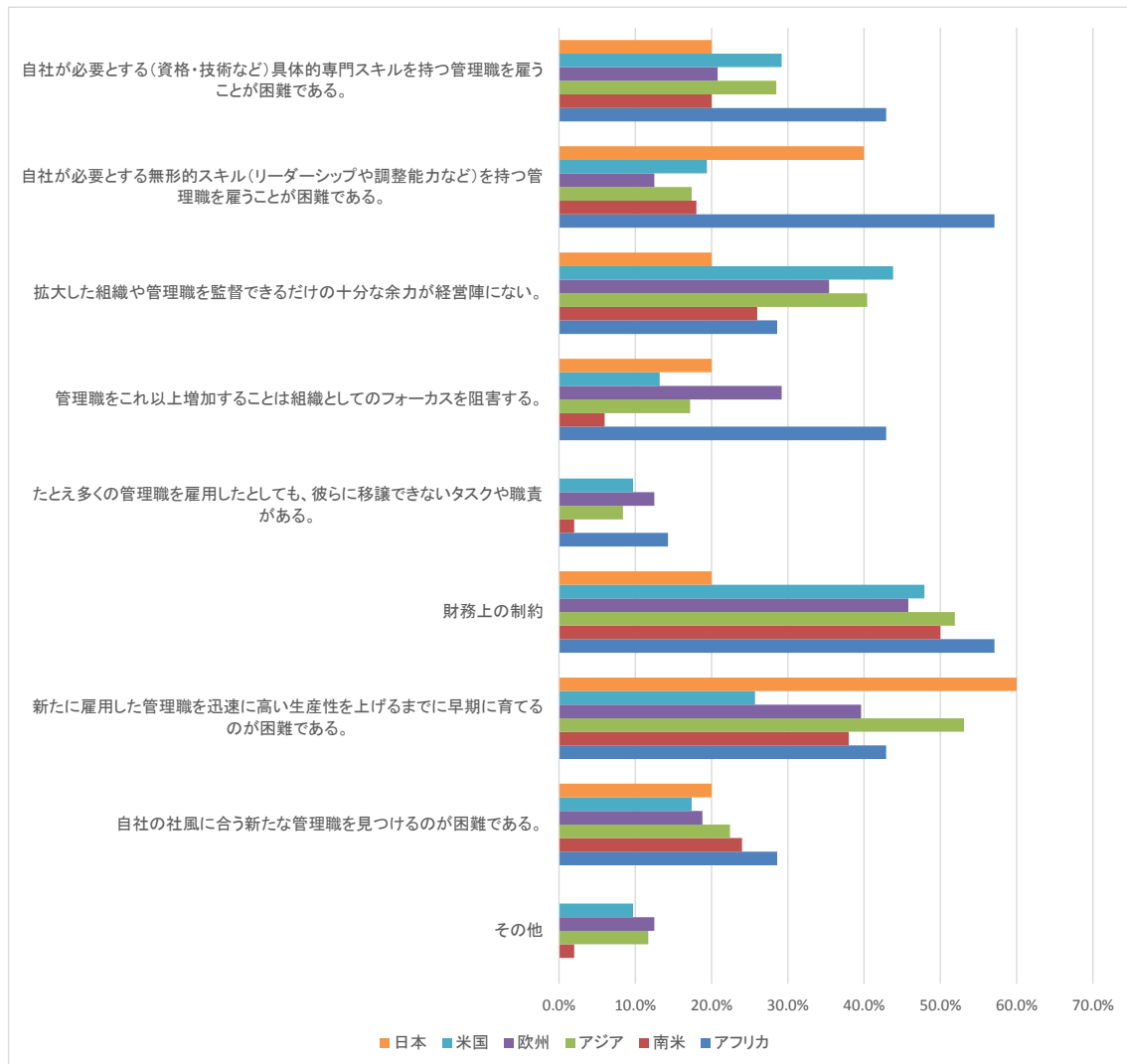
図表 8 貴社が正の正味現在価値（NPV）をもつ案件を実行できない原因として、管理職の時間あるいは専門性の不足があげられますか？



正の NPV の投資が行われない理由として、管理職の人的資源の不足を挙げた比率は、米国、アジア、南米で相対的に高く、日本は相対的に低かったが、それでも 4 分の 1 の企業が管理職の不足が投資の制約要因となっているとしている。

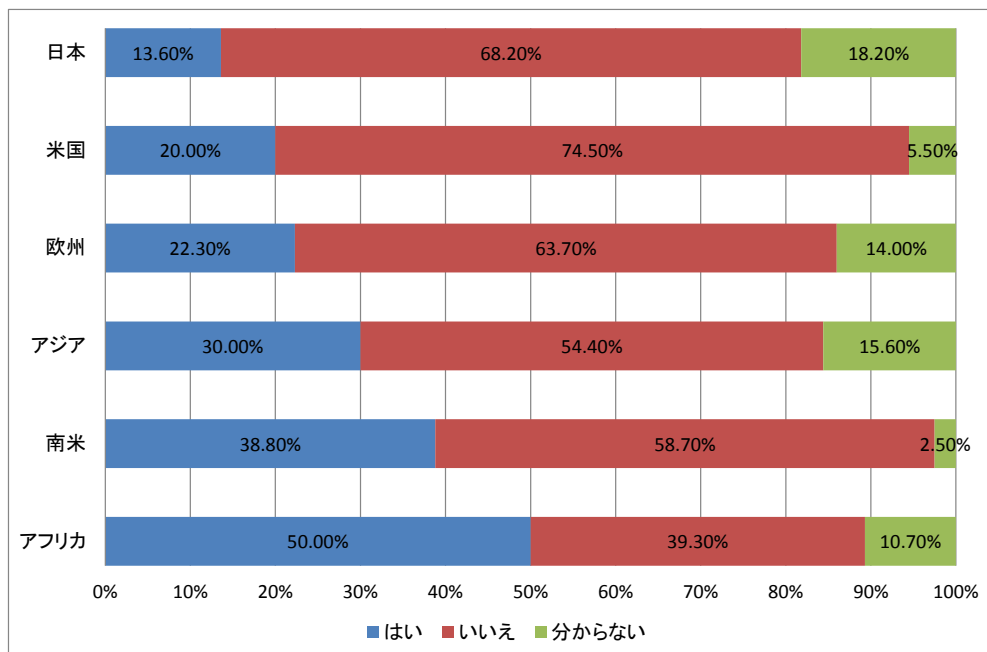


図表9 なぜ貴社はこの不足をカバーするために、より多くの管理職を雇わないのでしょうか？



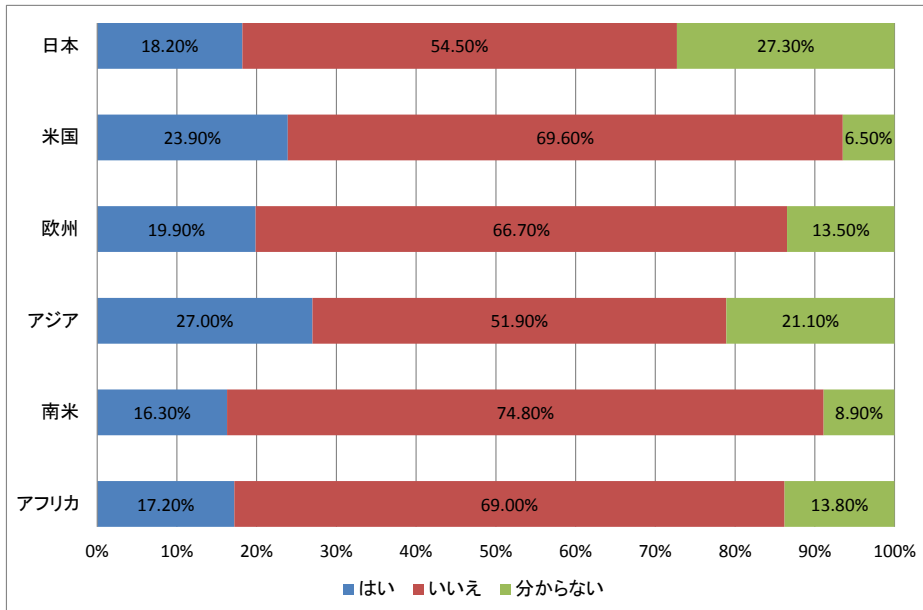
管理職不足を速やかに補えない理由として、日本企業は、その原因は予算不足ではなく、自社の必要とするスキルを持った管理職候補が不足し、またその育成も難しいことを挙げている。一方で米国では人員拡大の体制を管理する余力が経営陣にない、または予算上の制約を挙げる企業が多かった。日本は、管理職に自社独自のノウハウ等を要求している一方、米国では管理職は外部から調達可能だが、その管理や監督に課題があることを示唆し、幹部の在り方の違いによるそれぞれの課題を示唆している。

図表 10 貴社は、管理職の時間あるいは専門性の不足のために、提案されるプロジェクトに対して、通常より高い期待リターン（例えば、ハードル・レートをより高く設定する）を要求しますか？



こうした管理職不足に伴い、新興国ではハードル・レートの設定で投資プロジェクトの選定を行っている一方、日本、米国、欧州ではそうした傾向は顕著でない。特に日本企業はハードル・レートの調整ということはほとんど行っていない。

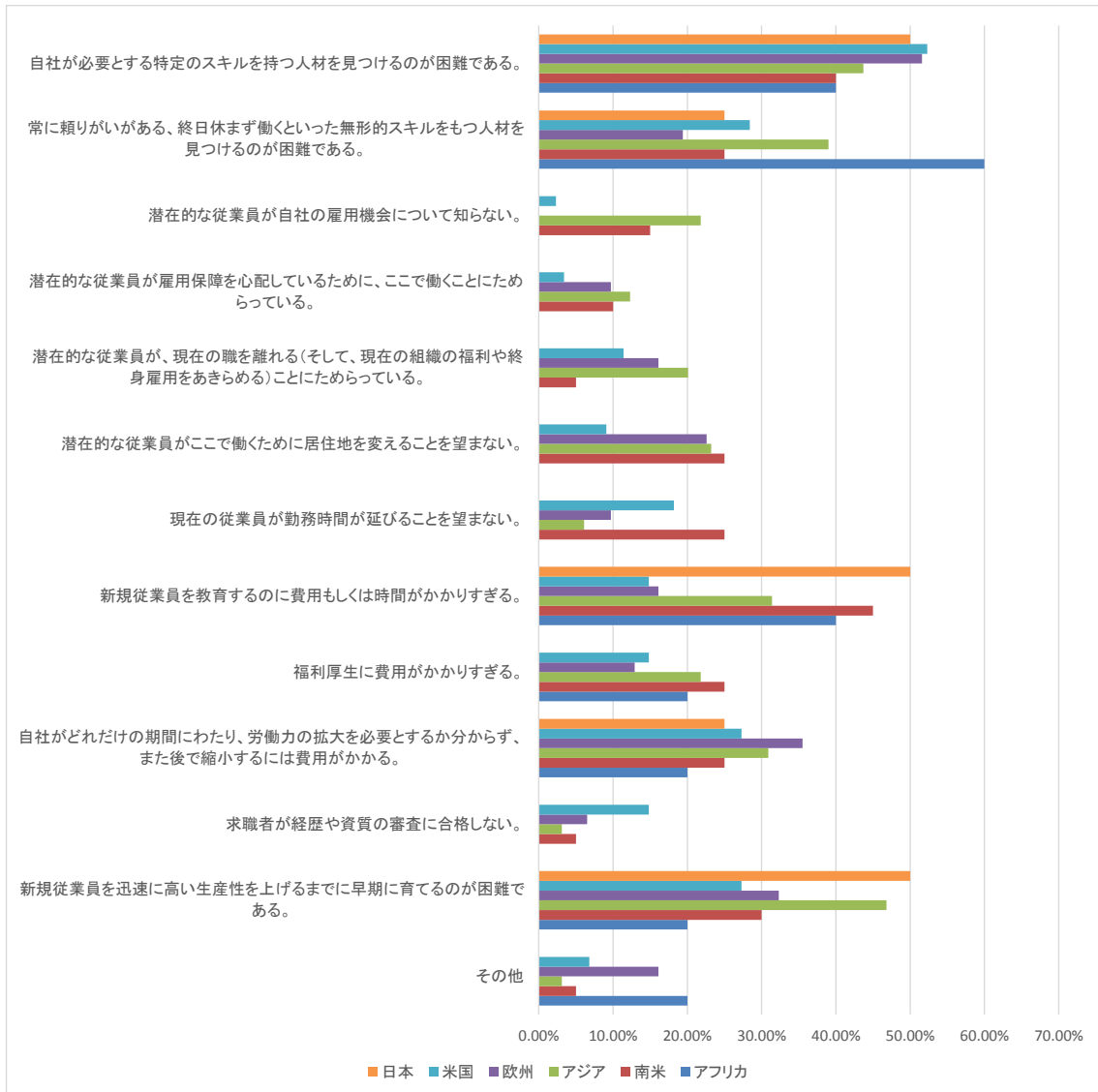
図表 11 貴社が正の正味現在価値（NPV）をもつ案件を実行できない原因として、管理職以外の従業員の不足があげられますか？



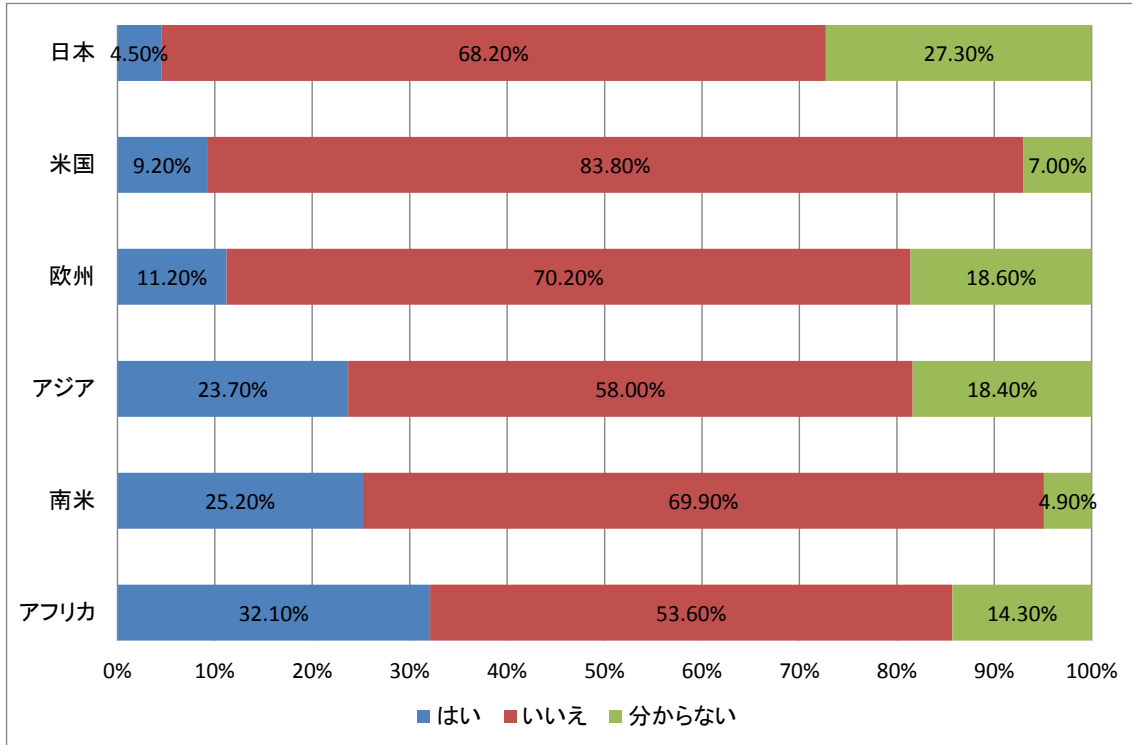
次に、管理職以外の従業員不足を投資を行えない理由に挙げた比率は、日米欧とも大きく変わらないが、該当しないと回答した比率は、日本企業で相対的に高くなっており（分からないとする回答比率が高い）、現場を担当する従業員の不足が、企業活動の制約条件の一つとなっている可能性を示唆する。日本は失業率も相対的に低く、人的資源の需給が企業行動に影響を与えている可能性は否定できない。

下記の図表 12 は、日本企業が、従業員に関しても自社の固有のスキルを重視しており、これが機動的な採用を困難にしている可能性を示唆する。米国や欧州は、自社内で育成することより、スキルを持った人材を外部から調達することを重視しているようであり、そうしたスキルをもった従業員の不足をより重視しているようである。

図表 12 なぜ貴社はこの不足をカバーするために、より多くの管理職以外の従業員を雇わないのでしょうか？

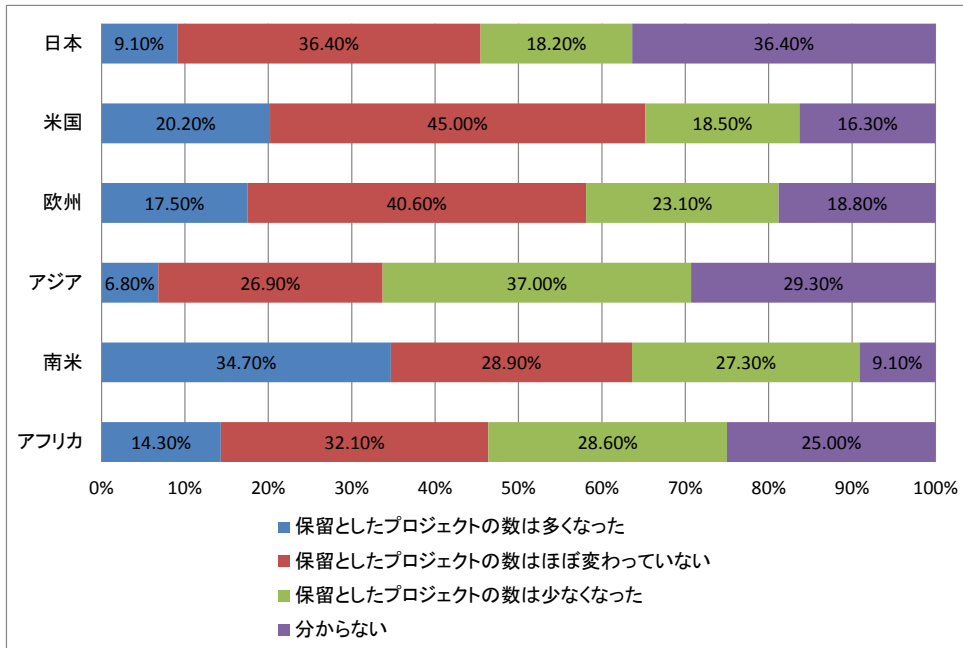


図表 13 貴社は、管理職以外の従業員の不足のために、提案されるプロジェクトに対し、通常より高い期待リターン（例えば、ハードル・レートをより高く設定する）を要求しますか？



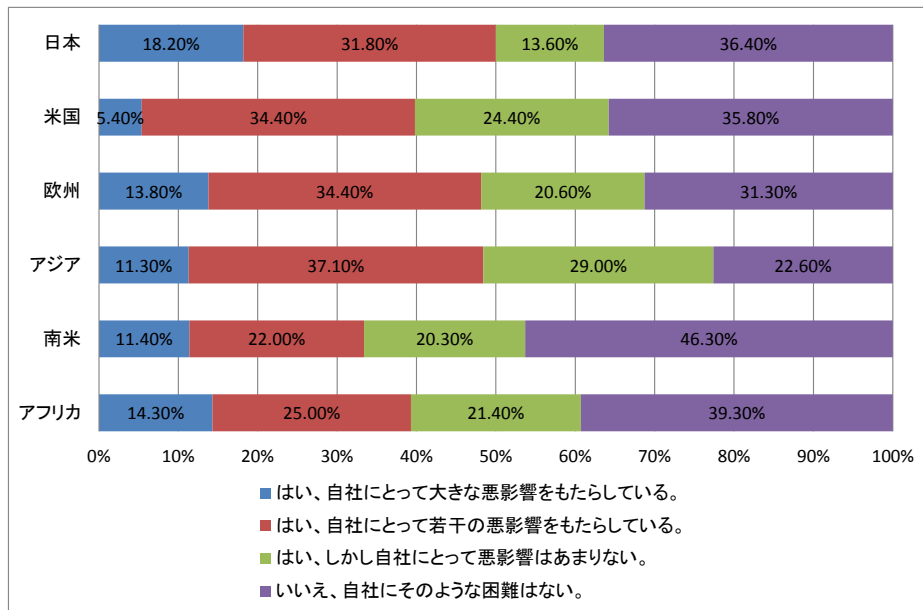
管理職の不足同様に、従業員不足に対応して、ハードル・レートの調整を行う傾向は日米欧ではあまり見られない。

図表 14 3年前と比較して、貴社が「保留」とした正のNPVをもつプロジェクトの数は変化しましたか？

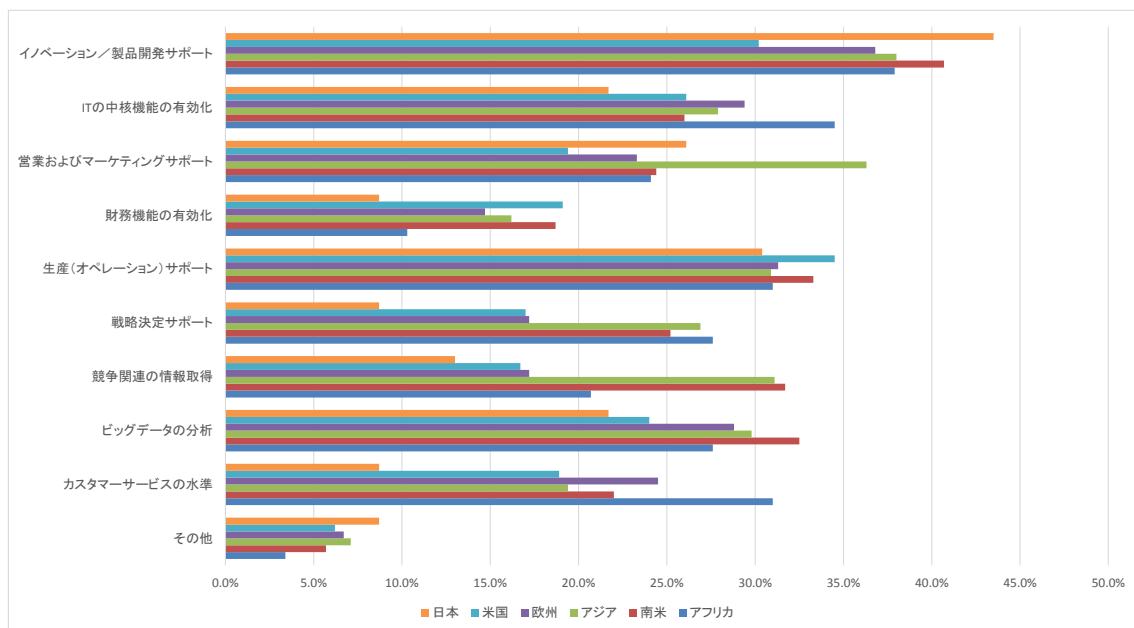


3年前と比較して、投資プロジェクトの保留が増加したかの質問に対しては、日本、欧州、アジアでは保留が増加したとの回答より減少したとの回答が多かった。一方で、米国と南米では保留に回す投資案件が増加しているようである。ただし、今回の調査の結果において、この背景に人的資源の不足が重要な要因になっているとまでは言えない。

図表 15 貴社にとって、資格のある技術者を惹きつけ、雇用しつづけることが困難であると感じますか？



図表 16 現在、技術者の人材不足によって悪影響をおよぼしている貴社の領域はどれでしょうか？



図表 15 と 16 は、日本、欧州、アジアでは、相対的に技術者の不足が、自社のオペレーションに悪影響を及ぼしていることを示唆する。特に日本と欧州では研究開発と生産における技術者の不足が問題になっている一方、米国では生産における技術者不足が問題になっているようである。

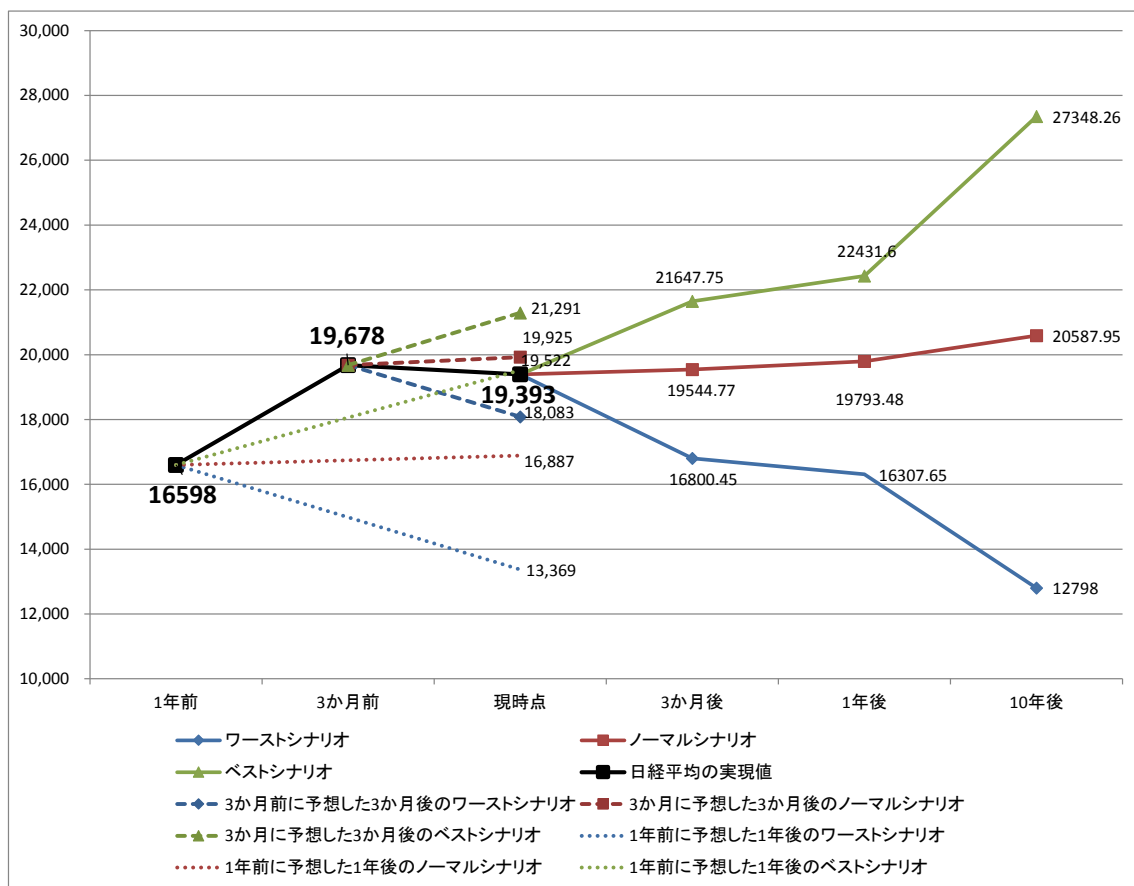
図表 17 各国の回答企業の WACC および労働力の比較

	WACC	大卒の割合	労働組合加入者の割合	平均勤続年数
日本	6.38%	60.40%	24.64%	15.01
米国	9.20%	50.10%	5.72%	8.27
欧州	8.67%	47.63%	10.70%	9.41
アジア	9.67%	57.61%	25.49%	8.15
南米	11.50%	48.32%	26.28%	8.44
アフリカ	14.88%	50.43%	19.86%	7.30



図表 18 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 の株価予想は今回も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。この結果は 3 ヶ月前の予測と大きな変化はなく、日本の CFO の景気の見通しが改善しているとは言えないことを示している。

図表 18 2017 年 8 月 21 日の日経平均株価は 19,393.13 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19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 19 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
	4 21.1%	15 78.9%	19 100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	13 65.0%	7 35.0%	20 100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	11 61.1%	7 38.9%	18 100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	15 78.9%	4 21.1%	19 100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	12 63.2%	7 36.8%	19 100.0%
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
	7 35.0%	13 65.0%	20 100.0%
g. 海外での売上が最も高い地域	アジア	アジア以外	合計
	10 90.9%	1 9.1%	11 100.0%

## 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)

### 米国企業の労働市場

米国では労働市場が引き続き逼迫しており、米国企業は有益な投資案件を見送る傾向にある。企業の 89%が、自社の企業価値を高める投資案件を全て実行に移すわけではないと述べており、これら企業の半数が適切な人材の採用が困難であることが足かせになっているとしている。

今回の調査では、前四半期に引き続き、また調査開始以降 2 度目であるが、有能な人材の採用や維持の困難性が米国の CFO の懸念事項のトップに挙げられた。米国以外の他の多くの地域においても、有能な人材の採用や維持の困難性は、CFO の懸念事項の中で高い順位に挙げられている。

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。

「企業は、適切な経営能力を有する管理職レベルの人材の確保や一般従業員の採用が以前よりも困難になってきているようだ。さらに、米国企業の多くは、現在雇用している管理職は拡大した組織全体を監督するための十分な余力を有していないと述べている。そのため、企業は事業拡大に慎重になっている。」

今回の調査では、管理職の採用の拡大やトレーニングを実施しない理由について質問をしている。これに対して、CFO は、業界の専門的経験や技術的知識、複雑な問題に対処するために必要な批判的思考、リーダーシップ、対人能力、判断力を十分に持ち合わせた管理職候補者が不足している点を挙げている。また、一般従業員を十分に採用することに苦慮していると述べている企業は、基本的な読み書きや計算能力、業務に必要な技術的スキルや忍耐力、職業倫理を有していない候補者が多いと述べている。

労働市場が逼迫していることもあって賃金は上昇傾向にあり、今後 12 ヶ月にかけて中央値でおよそ 3%の増加が見込まれている。賃金の上昇は、特にテクノロジー産業、ヘルスケア、建設業において顕著である。

### 技術者の雇用

米国企業の 40%が、技術者の雇用や維持の困難性が自社に中程度から大きなマイナスの

影響を及ぼしていると述べている。技術者の人材不足は、オペレーションサポート、イノベーション・製品開発サポート、IT の中核機能やビッグデータ分析の分野において、最も顕著である。

## 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1ポイント低下し66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。

CFO リサーチの編集主任のクリス・シュミットは、これに関連し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 CFO のトップ懸念事項

今期のサーベイでは、米国の CFO の懸念事項としてトップに挙げられた有能な人材の採用および維持に続いて、8%以上の増加が予想されるヘルスケアコスト・給付金、諸規制と政府の政策、経済の不透明性、データセキュリティが挙げられている。

## 世界の経済状況

### ● カナダ

カナダ企業の56%が、管理職の人材不足により企業価値を高める投資案件を全て実行に移すことは困難であると述べている。また、他の地域と比較しても実に42%もの多数のカナダ企業が、管理職以外の人材不足が自社に有益な投資の実行の制約となっていると述べている。

### ● 欧州

欧州の CFO の楽観度は、前回調査時より上昇し61であった。設備投資は6%（中央値で2.4%）の増加が見込まれるが、雇用については横ばい予想となっている。

欧州の CFO の懸念事項としては、有能な人材の確保が初めてトップに挙げられた。続いて経済の不透明性、政府の諸規制、生産性が挙げられている。欧州の企業の 36%が、管理職の人材不足により企業価値を高める案件への投資を見送る結果となっていると述べている。

欧州企業は、管理職レベルの人材の人数や稼働時間を増加させることに関して進みが遅いようである。理由としては、新たに採用した管理職を迅速に高い生産性を上げるまでに早期に育てることが困難なこと、経営陣は新しい投資案件を監督する余力を有していないこと、新たに管理職を採用することで組織のフォーカスが弱まる可能性があること、その他資金的制約等が挙げられている。

欧州企業は、必要な技術やスキルを有した管理職以外の人材の採用が難しいと述べている。また、将来の状況変化によって解雇が必要になる場合でも、解雇がスムーズに行えない可能性があることを懸念して、今は従業員を増やすことに消極的だとしている。

### ● アジア

今回調査では、アジアの CFO の楽観度は低く 60 であった。トップ懸念事項としては、有能な人材の確保や、政府の政策、需要の低迷が挙げられている。設備投資は中央値で 3%の増加が見込まれ、雇用は横ばい予想となっている。アジア企業の半数が、管理職の人材不足により企業価値を高める案件への投資を手控えていると述べている。また、3分の1超の企業が、管理職以外の人材不足が同様に投資案件の実行の制約要因となっているとしている。

管理職の人材不足の主な要因として、資金的制約、新たに採用した管理職を迅速に高い生産性を上げるまでに早期に育てることが困難なこと、現従業員に十分な余力がないことが挙げられている。アジア企業の技術者不足は、主にイノベーション・製品開発サポート、販売・マーケティングサポート、オペレーションサポートにおいてみられる。

アジア地域の経済状態が収束してきたひとつの兆候として、ほとんどのアジア企業が、3年前と比較して企業価値を向上させる手持ちの投資案件が少なくなっていると述べている点が挙げられる。

## ● ラテンアメリカ

ラテンアメリカの CFO の楽観度は他の地域と比較して低く 57 であるが、1 年前よりも楽観的になっているといえる。ブラジルの楽観度は 57 に上がり、1 年前と比較して最も伸び率が高い。前回までラテンアメリカの CFO のトップ懸念事項であった経済の不透明性に関する懸念事項でも、今回調査では、CFO の 70% が第 4 位に挙げるに留まっている。他の懸念事項としては、政府の政策や需要の低迷、資金調達が挙げられている。設備投資と雇用はやや増加することが予想され（1～2%）、年々徐々に回復に向かっていることがうかがえる。

ラテンアメリカの企業は、米国や欧州、アジア地域の企業と比較して、企業価値を高める投資案件に慎重になることや管理職レベルの人材不足に苦慮することが少ないようである。適切な管理職の採用に苦慮している企業の中で、その半数の企業が資金的制約により適切な雇用が難しく、また 38% の企業が新たに採用した管理職を迅速に高い生産性を上げるまでに早期に育てることが困難であると述べている。ラテンアメリカ企業のおよそ 3 分の 1 が、技術者不足が少なからずマイナスの影響を及ぼしており、特にイノベーションサポートやオペレーションサポート、ビッグデータ分析や競合他社の情報分野において人材不足が顕著であると述べている。

## ● アフリカ

アフリカの CFO の楽観度は、依然として世界では最も低いレベルであるが、前回調査時から回復し 52 となった。設備投資は約 3% の増加が見込まれるが、雇用については横ばい予想である。まだ力強さは見られないものの、前回調査時より設備投資および雇用ともに回復している。

アフリカの CFO の大きな懸念事項は、経済の不透明性、政府の政策、政治状況の不安定さ、汚職である。アフリカ企業のおよそ 3 分の 1 が、管理職および管理職以外の従業員の人材不足が事業拡大を阻害する要因になっていると述べている。自社にとって望ましい管理職候補者が不足している点に関して、ハード面およびソフト面（リーダーシップや調整能力などの無形的スキル）の両方の能力を兼ね備えた管理職候補者が少ないと述べている。

\*\*\*\*\*  
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](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 86 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。

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)