

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  
2018年9月（第3四半期）

2018年9月25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 90 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（2018 年第 3 四半期）の調査期間は、2018 年 8 月 21 日～9 月 6 日であり、世界中で総計 844 名の CFO から回答を得た（米国・カナダ 258 名、アジア 65 名（日本の CFO18 名を含む）、欧州 128 名、ラテンアメリカ 352 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。

- 経済や自社業績への楽観度は、米国を除き全体的に悪化している。この原因にはトランプ政権の関税発動を含む貿易政策がある。短期的な企業業績への具体的な影響は大きくないが、設備投資や雇用などの拡大には CFO は慎重であり、今後の影響の深刻化が懸念される。
- 近年の科学技術、経済環境および地政学的状況の急激な変化または製品サイクルの短期化により、CFO が自信をもって予測可能と考える事業計画年数は 2 年程度であり、これは 5 年前よりも短期化している。実際、多くの企業で、設備投資、M&A 政策、資本政策についての大きな目標変更が過去 2 年程度のうちに行われており、事業環境から来る事業計画の短期化により、企業がその政策を頻繁に変えることを強いられていることが示唆されている。

## 2. 楽観度に対する国際的調査結果

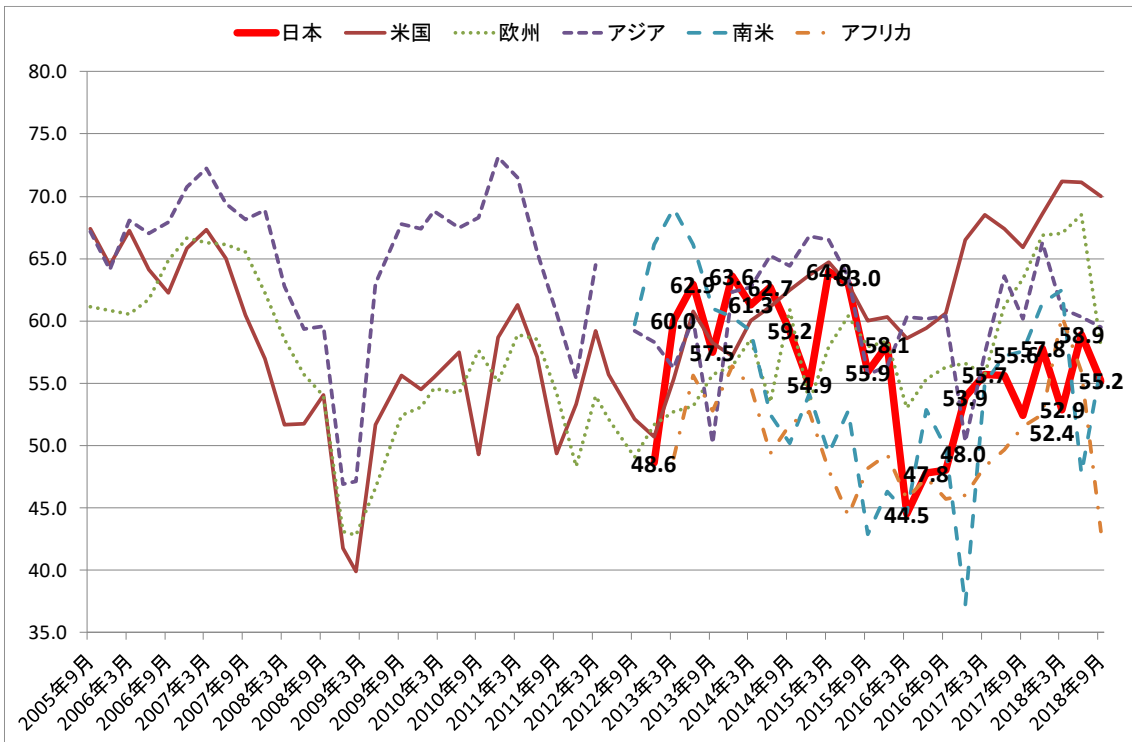
図表 1 は、2018 年第 3 四半期における世界の CFO の楽観度指数を表している。図表 2、図表 3 は、世界の CFO の自国経済と自社の業績見通しに対する楽観度指数の推移をそれぞれ表している。米国の楽観度は横ばいだが、その他の地域の CFO の楽観度は悪化していることが明らかである。

図表 1 世界の CFO の楽観度指数

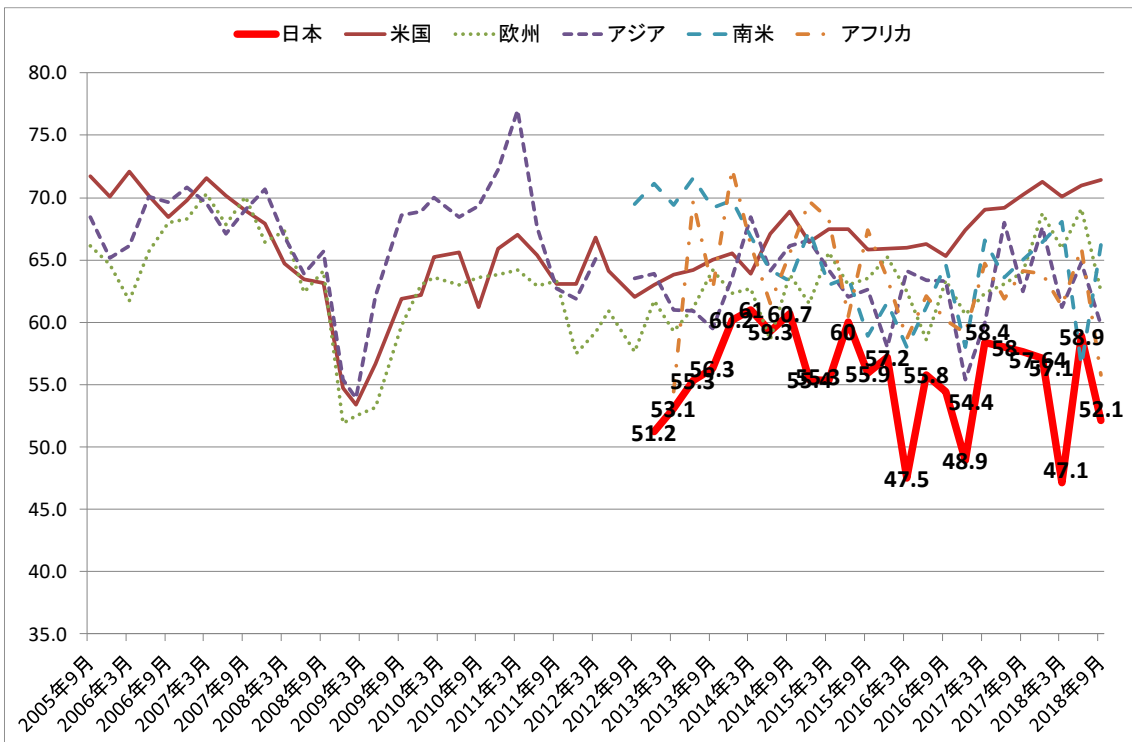
	自国経済		自社	
	楽観度	前期からの増減値	楽観度	前期からの増減値
日本	55.2	▲ 3.7	52.1	▲ 6.8
米国	70.0	▲ 1.1	71.4	△ 0.4
欧州	57.9	▲ 10.6	62.5	▲ 6.6
アジア	59.5	▲ 0.8	59.8	▲ 5.0
南米	56.4	△ 8.7	66.2	△ 9.7
アフリカ	43.1	▲ 12.8	55.8	▲ 10.2

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

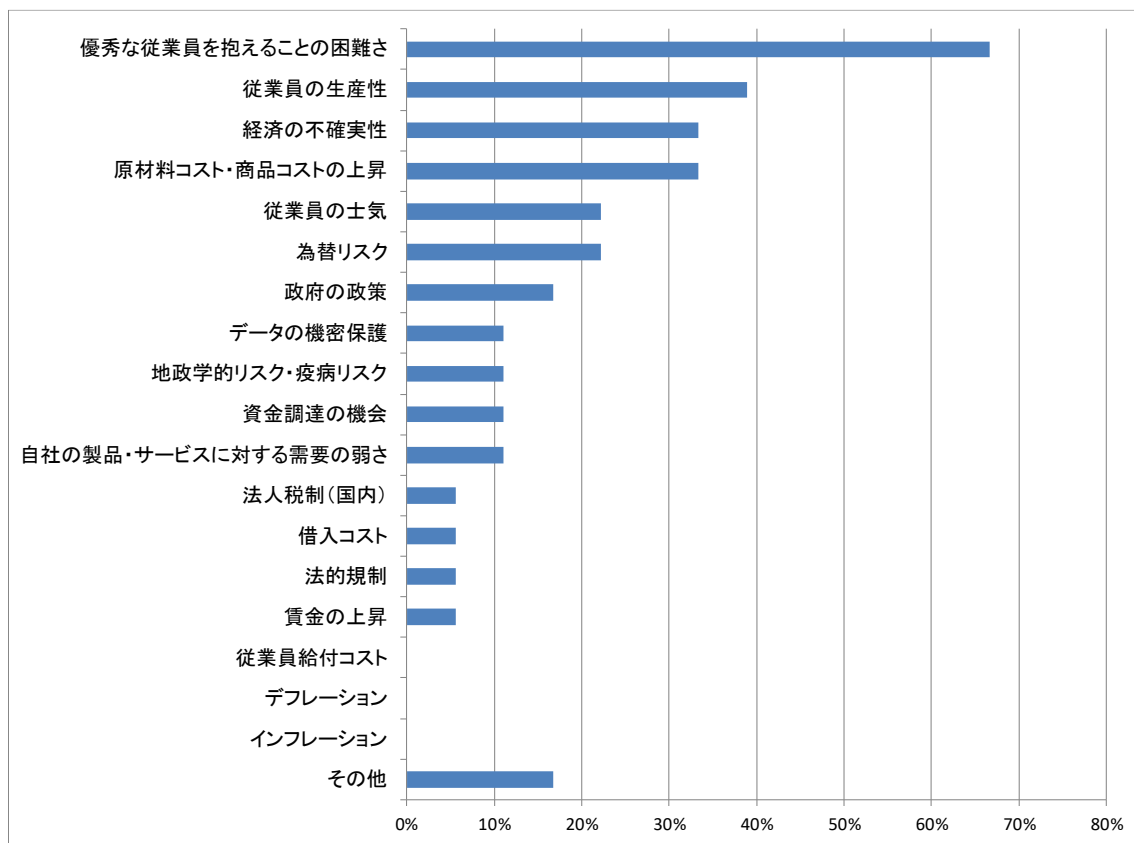


楽観度は雇用や GDP 成長の先行指標となっていることから、CFO の見通しが悲観方向に転じていることは、米国の貿易政策の影響が世界経済の足を引っ張る懸念が大きくなっていることを示す。

### 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。

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、優秀な従業員の確保、生産性、経済の不確実性を挙げる CFO が多かった。経済の不確実性の上昇は、やはり貿易摩擦を意識していると思われるのが妥当だろう。

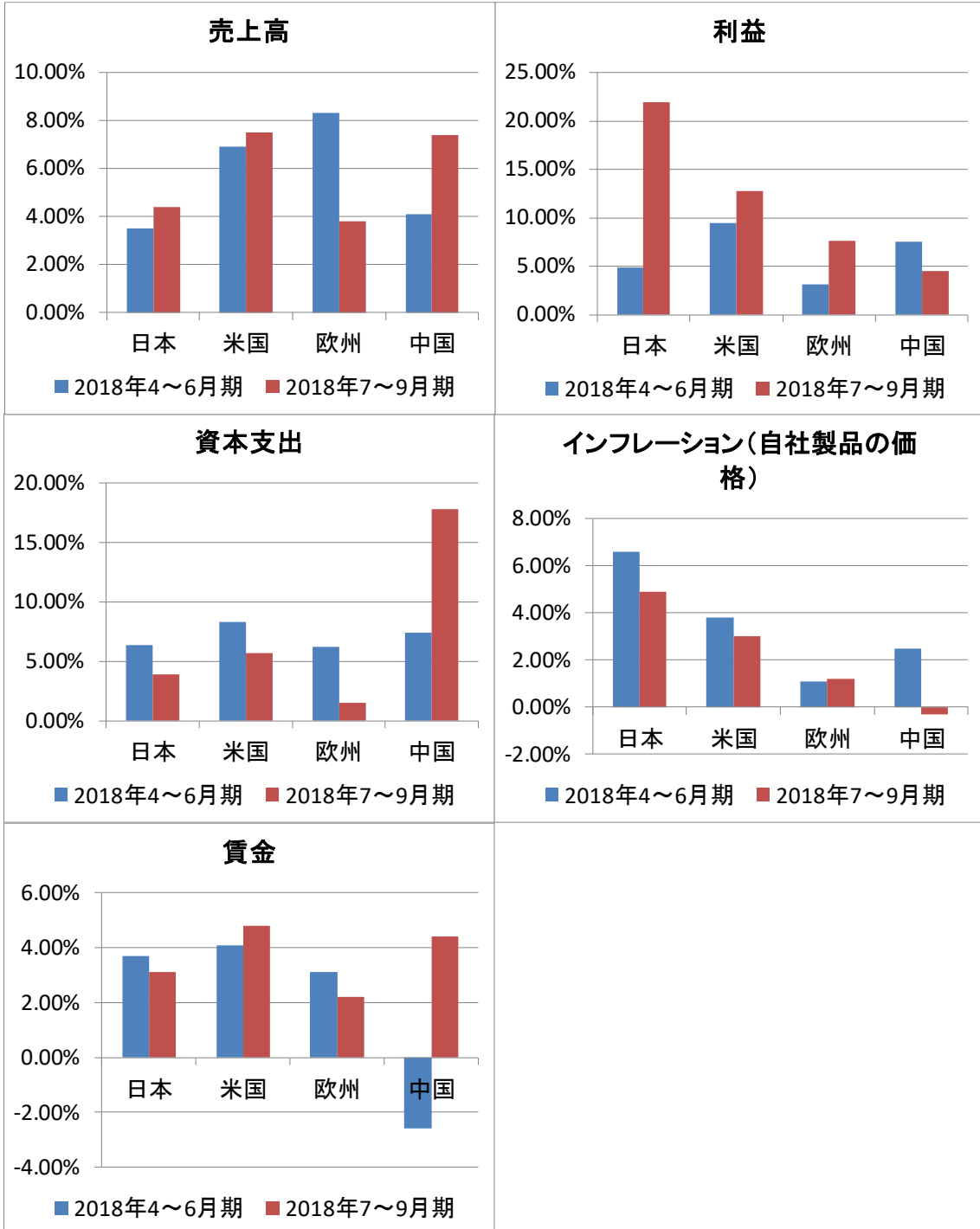
図表 5 は、前四半期と比較して、各項目がどの程度変化すると CFO が予想しているかを集計した結果である。図表 6 が前回調査比である。ここしばらくは、世界の CFO は売上高、

利益とも増大傾向を予想していたが、今回もその傾向は継続しており、景気そのものの拡大傾向は止まっていないと見られる。売上高、利益については概ね第 2 四半期と同水準の拡大を予想しているが、資本支出や賃金の伸びに対する見通しは第 2 四半期に比較して、やや鈍化傾向にあり、将来の投資に対してはやや慎重になっていると見られる。

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？

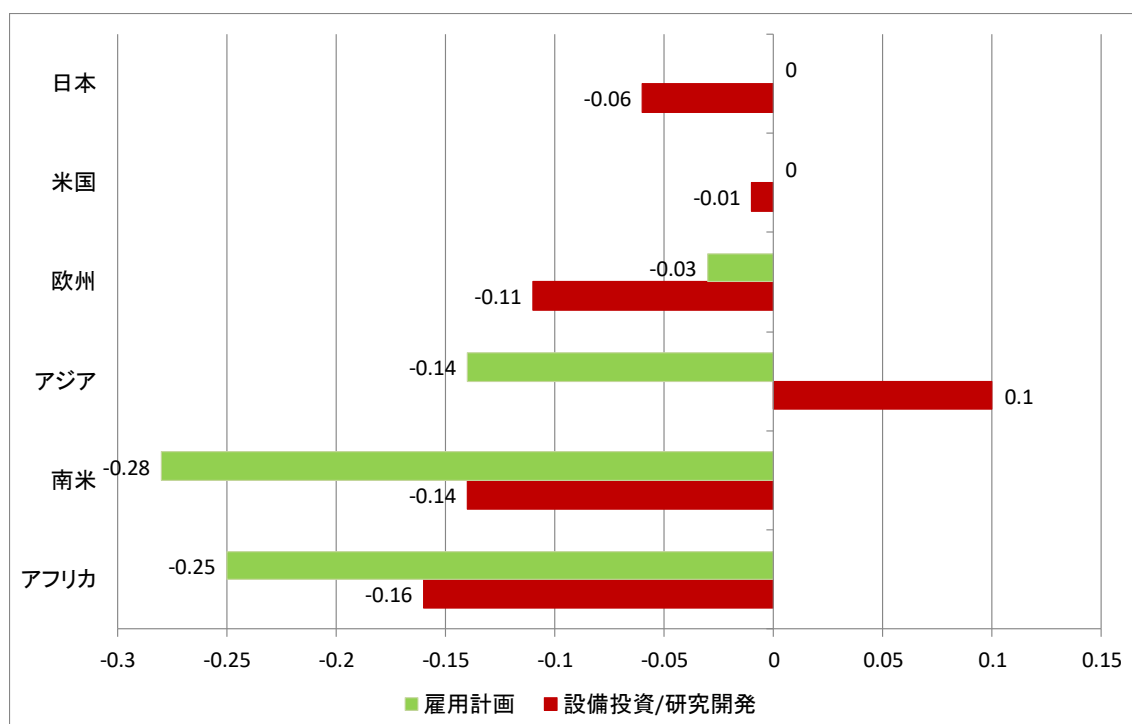
	日本	米国	欧州	中国	アジア	南米	アフリカ
売上高	4.40%	7.50%	3.80%	7.40%	6.70%	8.90%	10.30%
利益	21.90%	12.80%	7.60%	4.50%	14.70%	8.00%	26.60%
資本支出	3.90%	5.70%	1.50%	17.80%	4.60%	1.40%	-2.00%
技術投資	2.30%	6.30%	4.80%	5.80%	4.10%	4.80%	8.70%
研究開発費	3.20%	2.70%	2.90%	5.40%	3.80%	3.70%	1.60%
マーケティング・広告宣伝費	0.00%	3.60%	1.00%	9.20%	2.50%	3.90%	2.70%
正規社員数	2.70%	3.90%	1.60%	4.30%	3.50%	2.60%	-0.50%
賃金・給与	3.10%	4.80%	2.20%	4.40%	4.30%	4.40%	7.70%
医療費	0.10%	7.80%	0.70%	11.40%	2.40%	7.70%	8.20%
インフレーション (自社製品の価格)	4.90%	3.00%	1.20%	-0.30%	3.60%	3.80%	3.50%

各項目別の前期との比較



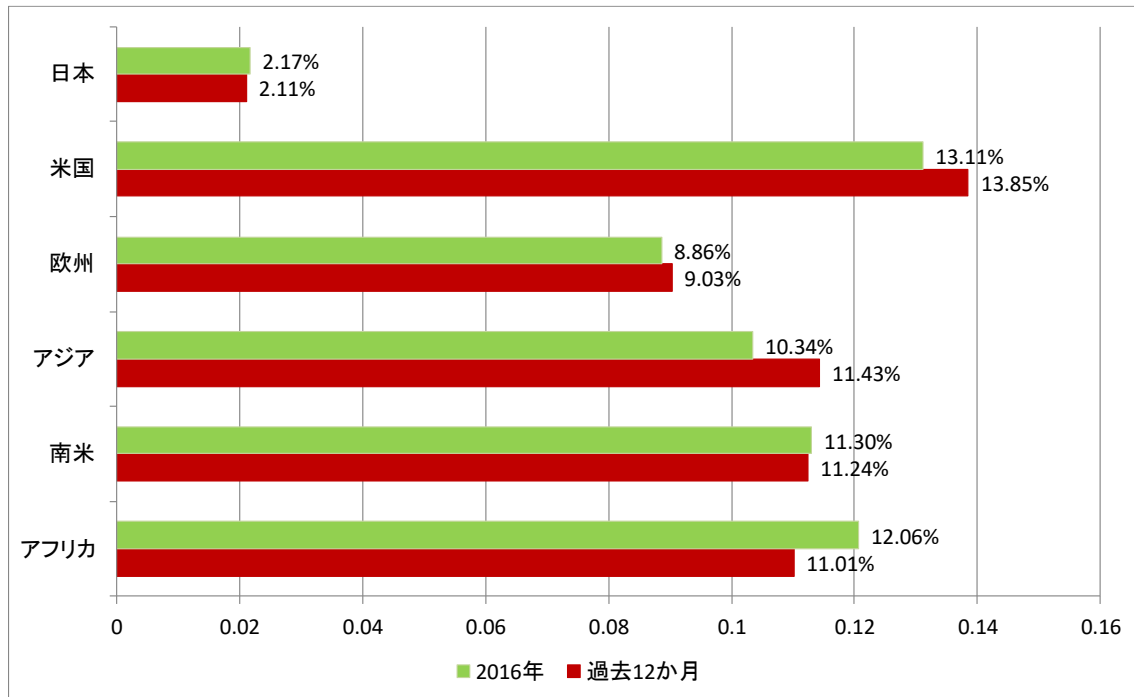
今回のグローバル調査は、(1) 米国の貿易政策の影響が各社の投資や雇用計画にどのような影響を与えるか、(2) 世界的な従業員確保の懸念が高まる中で、従業員の転職とリテンションの施策について、(3) 最近の科学技術の進歩に伴う製品ライフサイクルの短期化の中での企業の投資行動への影響などを調査している。いずれも日本企業の経営者の懸念事項と共通するトピックとなっている。

図表 6 関税発動の可能性を含む現在の国際貿易環境は、今後 12 ヶ月の貴社の事業計画にどのような影響を与えていますか？（プラスであるほど増加、マイナスであるほど減少）



昨今のトランプ政権の関税発動を含む貿易政策は、世界経済に深刻な影響を及ぼしつつある。経済や自社業績への楽観度調査でも影響は確認できるが、図表 6 はその影響を明確に示している。特に設備投資については、日本、欧州、南米などで影響が見込まれている。欧州、アジア、南米では雇用に対しても影響を見込んでいる。米国企業については見解が等しく二分されている。関税発動と貿易戦争による悪影響を受けていると回答した米国企業は、この関税発動と貿易戦争が要因で設備投資を 6% 減少する計画だと述べている。それでも、米国の CFO は平均すると悪影響を見込んではおらず、トランプ政権の貿易政策が国内産業からは大きな反対は起きにくい状況を示唆している。

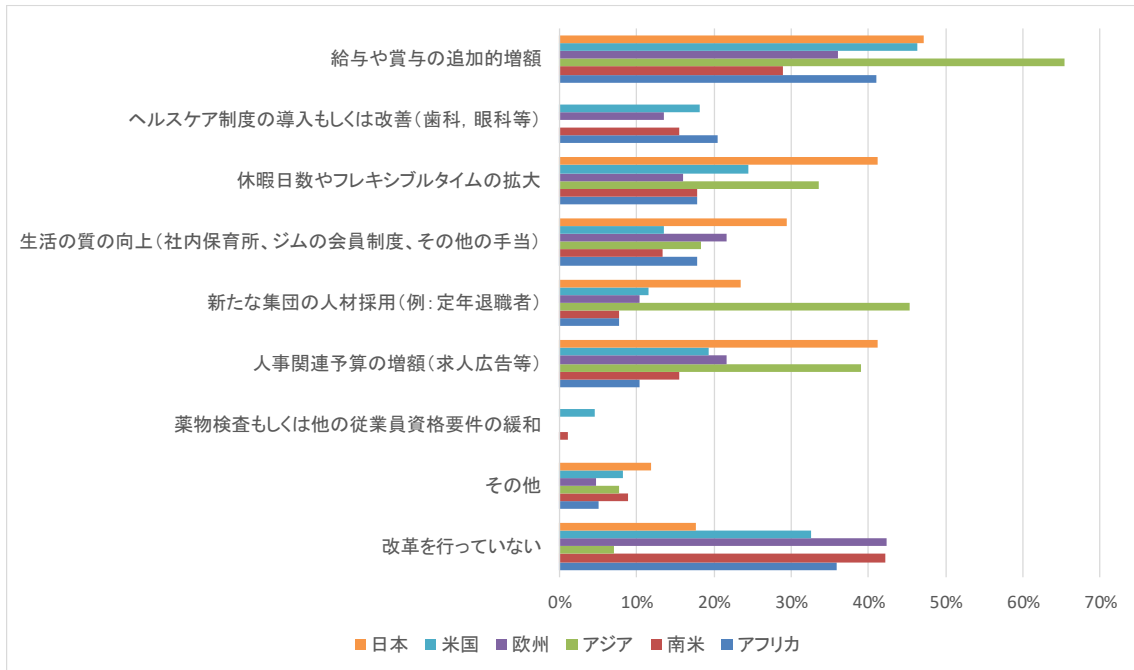
図表7 貴社の従業員のおよそ何パーセントが、2016年もしくは過去12ヶ月の間に転職しましたか。



過去1年間の転職動向を見ると、各地域とも10%程度の離職が発生しており、その比率は米国、欧州、アジアなどでわずかながら増加傾向にある。CFOの懸念の上位に優秀な従業員の確保が上位に入ることを支持する結果となっている。一方で、日本は世界の他の地域に比較して極めて低い離職率となっており、増加傾向も確認できない。日本の労働市場の流動性は、まだ極めて低い状態にあることを示唆している。



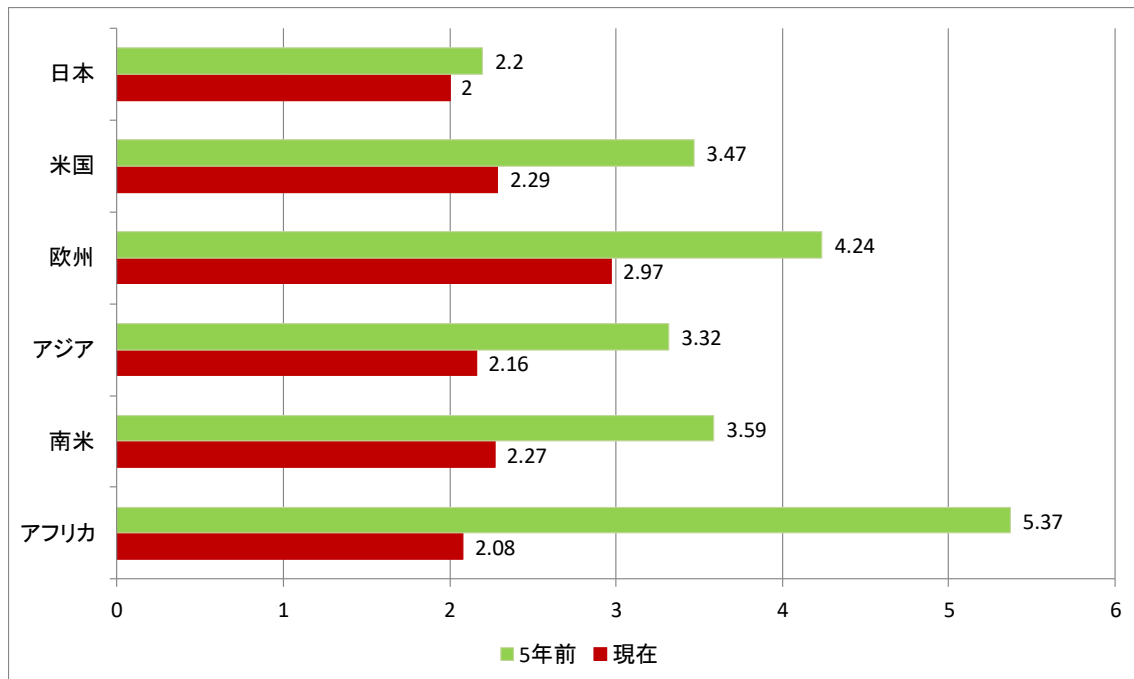
図表 8 貴社は、従業員の採用や雇用維持を促進するために、どのような改革を行いましたか？



図表 8 は、従業員を維持するため、様々なリテンションプランが実行され、特に給与や賞与の増額により、人件費の上昇要因となっていることを示唆する。特に日本を含むアジア、米国では、人件費の上昇圧力が存在することを示唆する結果である。

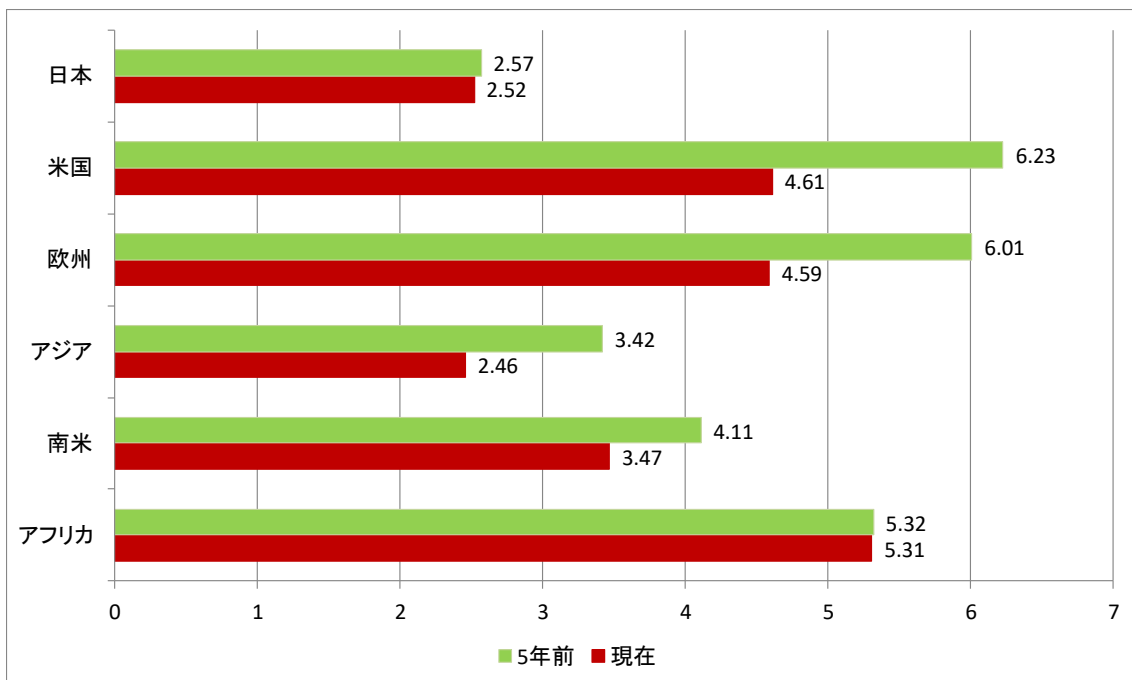
図表 9 近年の科学技術、経済環境および地政学的状況の急激な変化または製品サイクルの短期化により、貴社が自信をもって予測可能と考える事業計画年数、あるいは、貴社の典型的な新規案件年数が変化したか、お答えください。

(a) 事業計画年数



今回の調査の中でも最も興味深い結果が、上記の図の示す結果であろう。最近の科学技術の進歩、経済環境、製品サイクルの短期化の中で事業計画年数はどの地域でも短期化している。現状、ほとんどの地域で事業計画は2年程度の期間となっている。日本企業の多くで、中期計画は3年から5年の期間で策定されているが、実際の製品等の事業計画は2年程度の短期で回転していることを示す。こうした事業計画の短期化の圧力は、経営の視野の短期化にもつながる可能性を持つ。

(b) 新規案件年数

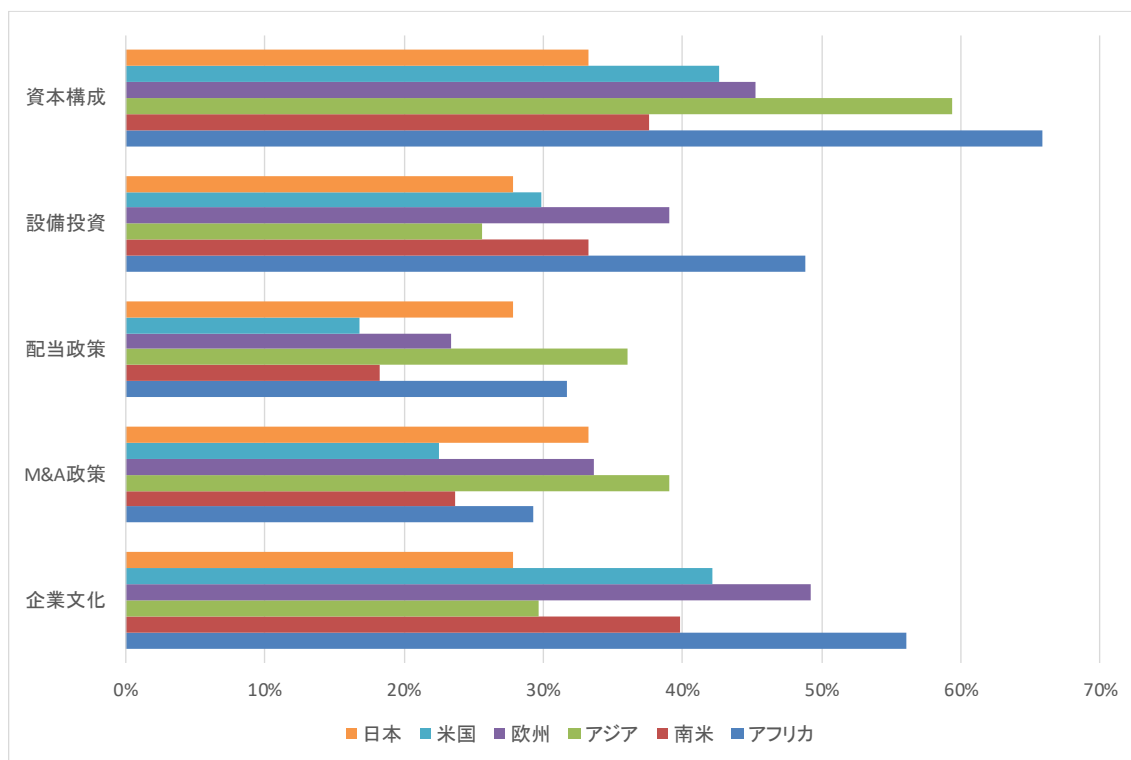


新規案件年数についても5年前よりも短期化が進んでいる。なかでも、日本、アジアは、3年を下回る期間で新規案件を検討しないといけない状態にあることを示唆する。

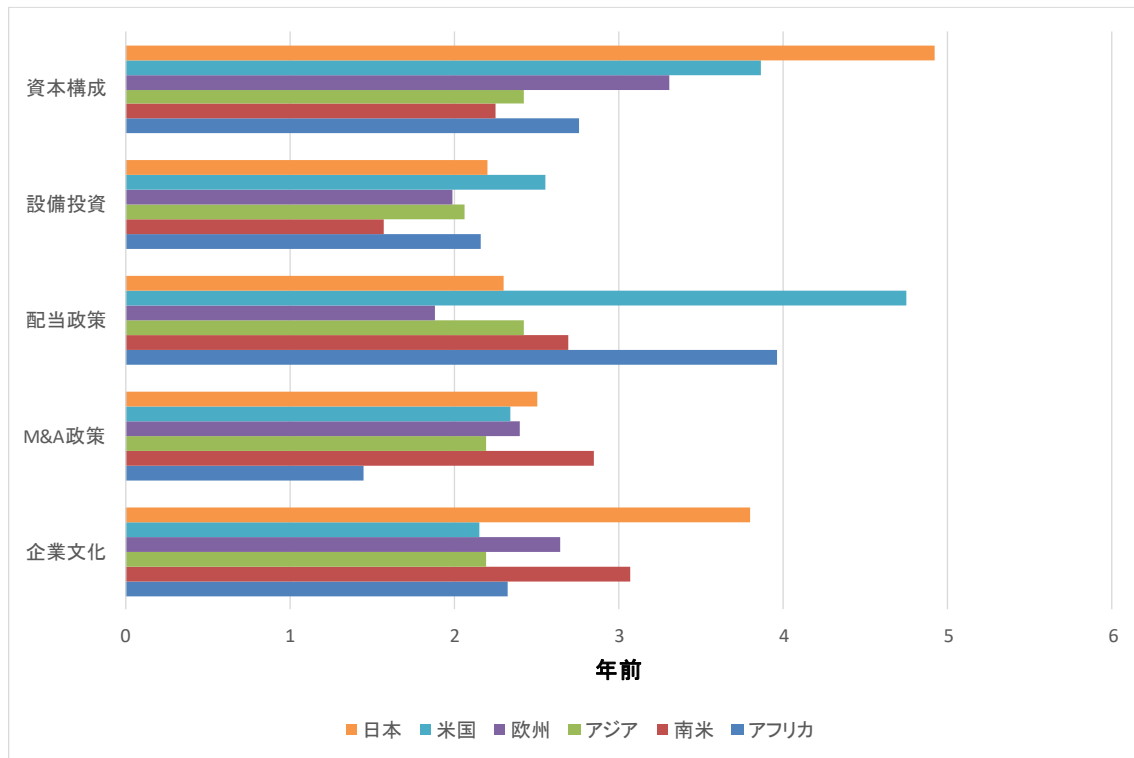
これらの結果について、Duke大学のジョン・グラハム教授は次のように述べている。

「数年で陳腐化する可能性のある機械を購入するのは躊躇われるとCFOは述べている。もし、急激な環境変化による新規投資の短期での陳腐化が原因で企業が投資を控えているとするならば、経済全体の長期的な成長可能性に悪影響を与えかねない。」

図表 10 貴社が以下に挙げる政策の主要目的に関し、抜本的変更を行いましたか？（変更を行ったと回答した企業の割合）



図表 11 貴社が以下に挙げる政策の主要目的に関し、最後に抜本の変更を行ったのはいつですか？（変更を行ったと回答した企業の平均値）



事業計画の短期化の中で、設備投資、M&A など投資面、資本構成や配当政策など財務面で最近に大きな方針変更を行う企業の比率は 3 分の 1 に達している。日本企業に関して言えば、特に M&A 政策が変更されているが、これは M&A の積極化を示すと解釈できる。また、項目としては資本構成の政策を変更している企業の割合が高い。

設備投資や M&A については、ここ 2 年ほどで大きな方針変更を多くの企業が経験しており、これは先の質問の事業計画の期間の平均期間 2 年強とほぼ一致している。事業計画の短期化に伴い、投資計画の見直しも頻繁に行われるようになってきていることを示唆する。

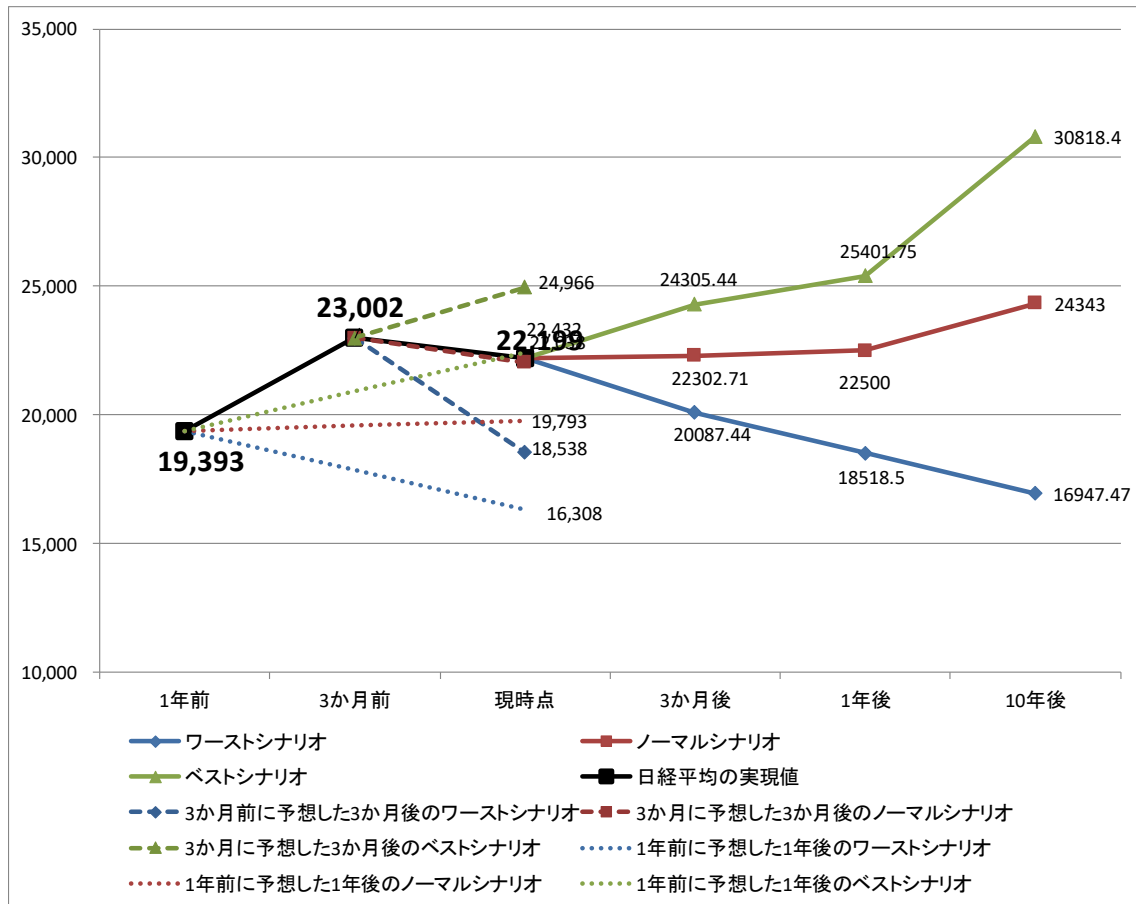
図表 12 貴社が以下に挙げる政策の主要目的に関し、抜本的変更へ導いた発案元はどなたですか？（最も回答が多かった役職）

	資本構成	設備投資	配当政策	M&A 政策	企業文化
日本	取締役	取締役	取締役	取締役 自社の執行役員	取締役
米国	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員
欧州	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員
アジア	取締役	取締役	取締役	自社の執行役員	自社の執行役員
南米	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員
アフリカ	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員	自社の執行役員

図表 12 は、経営上の主要目的の変更が、どのレベルのイニシアチブで進められているかに関する質問である。日本を含むアジア企業では取締役レベル、米国や欧州では執行役員レベルとなっているが、米国や欧州では取締役会が外部者中心である実状を考慮すれば、日本・アジアと米国・欧州で違いはなく、内部意思決定者がイニシアチブをとっていることを示唆すると言える。

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。前回調査時点と比べて日経平均はやや弱含んでいるが、大きな変動は起きていない。日本の CFO の予想は今回も横ばいとなっており、しかも上下の予想レンジは狭まっており、この先 1 年の株価が今のレンジを抜けていくには材料不足であると日本の CFO は予想していることを示す。

図表 13 2018 年 8 月 20 日の日経平均株価は 22,199.00 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

a. 業種	製造業	非製造業	合計
	4 30.8%	9 69.2%	13 100.0%
b. 売上高	10億ドル以下	10億ドル以上	合計
	10 76.9%	3 23.1%	13 100.0%
c. 従業員数	1万人以下	1万人以上	合計
	10 83.3%	2 16.7%	12 100.0%
d. CFOの所在地	関東	関東以外	合計
	10 83.3%	2 16.7%	12 100.0%
e. 企業形態	公開企業	非公開・公営企業 ・政府機関	合計
	8 61.5%	5 38.5%	13 100.0%
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
	2 15.4%	11 84.6%	13 100.0%
g. 海外での売上が最も高い地域	アジア	アジア以外	合計
	7 70.0%	3 30.0%	10 100.0%



## 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)

### 移民制度改革

米国の CFO の 82%以上が、米国政府は米国で学ぶ海外からの科学技術系学部生に対して規定通りに H-1B 就労ビザを発給するべきだと考えている。また、米国 CFO の 77%が、科学技術分野での修士号や博士号などの上級学位の取得を目指している海外からの大学院生に対して、規定通りにグリーンカードを発給することが望ましいと述べている。

このようなサーベイ結果は、ビジネス界のリーダーたちがこれまで行ってきた移民に対する長期的サポートを反映しており、2013 年にも同様のサーベイ結果が出ている。

これに関連して、本サーベイのディレクターであり、フュークワ・スクール・オブ・ビジネスのテクノロジー・イノベーションコースで教鞭をとるキャンベル・R・ハーベイ教授は、次のように述べている。

「移民を雇用する上での現在の制約は、米国が今後 3%以上の経済成長を維持しようとする際、非常に大きなリスク要因となる。労働市場は逼迫しており、企業は適切な人材の確保に最も懸念を抱いている。米国の CFO は、移民制度改革が熟練した移民労働者の不足を埋めることは明らかであると述べており、これらのニーズは一般的な政治的議論に優先される。」

### CFO のトップ懸念事項である逼迫する労働市場

今期の調査において有能な人材の確保が困難になっていると回答した企業の割合は、過去 20 年間で非常に高いレベルとなり、CFO の 53%が有能な人材の採用や維持をトップ 4 懸念事項として挙げた。前回のサーベイ時の 41%から急激な増加となった。

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。

「労働市場は引き続き逼迫しており、賃金の上昇圧力となっている。賃金インフレは現在米国 CFO のトップ 5 懸念事項となっている。」

また、従業員はより良い環境を求めて転職することをいとわないようであり、2016 年に転職したのは 13%であったが、今期のサーベイでは、過去 12 か月の間に自社の労働力の

14%を置き換えなくてはならなかったと述べている。

人材確保がトップ懸念事項であると述べた企業のうち、56%の企業が人材確保の機会を増やすために給与を増額させたとしている。31%が求人広告でより優位にたつために人事関連予算を増加させ、29%が休暇日数やフレキシブルタイムを拡大させ、21%がヘルスケア関連手当を改善したと述べている。

## 急激な変化がもたらす事業計画年数の短期化

科学技術や経済環境の急激な変化によって、企業は将来の事業計画が難しくなってきた。米国企業は、5年前は実際上3.5年の事業計画を立てることができたが、現在の事業環境では、2.3年の計画をたてることしかできないと述べている。このような事業計画年数の短期化と偶然にも一致するのであるが、CFOが現在採択中の新規案件年数は4.6年となっており、5年前の6.2年と比較して短期化している。

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。

「数年で陳腐化する可能性のある機械を購入するのは躊躇われるとCFOは述べている。もし、急激な環境変化による新規投資の短期での陳腐化が原因で企業が投資を控えているとするならば、経済全体の長期的な成長可能性に悪影響を与えかねない。」

この急速な陳腐化は、四半期毎の利益目標達成というプレッシャーが公開企業の短期主義経営をもたらしているという広く行きわたった懸念をさらに増幅させている。また、事業計画年数の短期化は公開企業よりも株式未公開企業の方が顕著である。

世界の他の地域では、米国の事業計画年数の5年前からの1.2年の短期化と比較して、米国と同様あるいは米国以上に事業計画年数の短期化が進んでいる。過去5年の間に、アメリカでは事業計画年数が3年短期化され、欧州とラテンアメリカでは1.3年、アジアでは1.2年の短期化という結果となった。

## 貿易戦争

現在進行中の米国の関税発動および貿易戦争の影響に関しては、米国企業の中で見解が等しく二分されている。関税発動と貿易戦争による悪影響を受けていると回答した米国企業は、この関税発動と貿易戦争が要因で設備投資を6%減少する計画だと述べているが、全企業でみると、平均5.7%の設備投資の増加が見込まれている。

貿易環境については、世界中の企業に悪影響を及ぼしているといえる。昨今の貿易環境による悪影響を受けているアフリカ、アジア、欧州の企業は、その影響として従業員の一時解雇をせざるを得ないと述べている。

## 米国の楽観度は高いレベルを維持

今期の米国経済に対する楽観度は、前回の 71 という非常に高いレベルから低下し 70 となった。一方、米国の CFO の自社業績に対する楽観度は 71.4 へ上昇し 2007 年以来最も高いレベルとなった。

アフリカ、欧州、ラテンアメリカにおける楽観度は低下し、アジアの楽観度は横ばいであった。CFO サーベイの楽観度指標は今後の雇用や GDP 成長率を予測する上で優れた先行指標である。

## 世界の経済状況

### ● カナダ

カナダの CFO の楽観度は 58 であり、前回の 62 から低下した。カナダの企業は、自信をもって予測可能と考える事業計画年数はわずか 2.3 年であるとしており、2013 年時点では 5.5 年であったことと比較して短期化している。

### ● 欧州

欧州の CFO の楽観度も前回の 68 から急落し、今期は 58 であった。英国、イタリア、スペインの CFO の楽観度は 50 と低いレベルであったが、フランスやドイツ、オランダの CFO の楽観度は 60 以上のレベルを維持している。また、来年の設備投資と雇用は約 2%の増加が予想されている。

欧州の CFO の懸念事項としては、引き続き有能な人材の確保、経済の不透明性の払拭、規制や政府の政策がトップに挙げられた。さらに、従業員のモラルに対する懸念がトップ 5 懸念事項として挙げられた。

人材確保を懸念事項として挙げた企業のうち、52%の企業が有能な人材の採用・雇用維持のために給与を増額させたと述べており、34%が人事関連予算を増加させ、17%が休暇日数やフレックスタイムを拡大させたと述べている。一方、欧州企業の 42%は

人材確保のための改革は行っていないと述べている。

昨今の貿易環境による悪影響を受けている欧州企業は、今後雇用を減らし、設備投資を4%減少させると述べている。

また、技術や経済環境の急激な変化により、典型的な新規投資年数は、2013年時点での6年から4.6年に短期化している。

## ● アジア

アジアのCFOの楽観度は前回と変わらず60となった。アジアのCFOの半数以上が、経済の不透明性をトップ懸念事項として挙げている。他の懸念事項として、従業員の生産性、有能な人材の確保、賃金の上昇が挙げられている。また、設備投資は今後12ヶ月で約5%の増加、雇用は3%の増加が見込まれている。

人材確保をトップ4懸念事項として挙げた企業のうち、65%の企業が有能な人材の採用・雇用維持のために給与を増額させたと述べており、45%が新たな集団の人材（定年退職者等）をターゲットにしているとし、39%が人事関連予算を増加させ、34%が休曜日数やフレックスタイムを拡大させたと述べている。

昨今の貿易環境による悪影響を受けているアジア企業は、今後設備投資の増加幅をさらに小さくし、従業員も減らすとしている。

## ● ラテンアメリカ

ラテンアメリカのCFOの楽観度は今期56で、メキシコでは70、チリでは64、ペルーでは62、ブラジルでは52、エクアドルでは37となった。

ラテンアメリカのCFOのトップ懸念事項は経済の不透明性で、CFOの65%がトップ4懸念事項として挙げている。他の懸念事項としては、政府の政策、為替リスク、需要の低迷が挙げられている。また、来年にかけて設備投資は1.4%の増加、雇用は2.6%の増加が見込まれている。

米国との貿易戦争による悪影響を受けているラテンアメリカ企業は、来年にかけて雇用の増加は0.8%にとどまるとしている。

世界の他の地域と比較して、人材確保のために具体的な方策をとっているラテンアメリカ企業はほとんどなく、43%のラテンアメリカ企業が特に新しい戦略を立てていないと述べている。人材確保のために給与を増額させたと述べた企業は29%であった。また、ペルーの3分の2近くの企業が、昨今の司法界汚職事件により、今後の投資を抑制することになると述べている。

### ● アフリカ

南アフリカのCFOの楽観度は前回の51から低下し38となった。ナイジェリアのCFOの楽観度も前回の54から48へ低下した。

今後12ヶ月にかけて雇用は南アフリカでは1%の減少が見込まれるが、ナイジェリアでは1%の増加が予想されている。設備投資は、南アフリカでは横ばいだが、ナイジェリアでは10%近い増加が見込まれる。

アフリカのCFOの最大の懸念事項は、政府の政策、経済の不透明性、需要の低迷、為替リスク、資金調達である。

昨今の貿易環境による悪影響を受けているラテンアメリカ企業は、今後雇用を5%減少させるとしている。また、41%の企業が人材確保のために給与を増額したと述べている。

\*\*\*\*\*

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89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)