

特集

財務マネジメント・サーベイ



グローバルCFO サーベイ開始1年の報告

井上光太郎

東京工業大学大学院 社会理工学研究科 教授

山崎尚志

神戸大学大学院 経営学研究科 准教授

山本達司

大阪大学大学院 経済学研究科 教授

二〇二二年末の安倍政権の誕生以降、脱デフレへの期待の高まりから株式市場は大幅に上昇し、その後を追うように企業業績の改善の兆しも見えてきている。巷では「景気は気から」という声も聞こえるが、実際、世界のCFOは自国経済や自社業績に対してどのような実感や見通しをもっているだろうか。それはどのように経済や、将来の企業活動に影響を持つのだろうか？

世界中のCFOへの四半期ごとのアンケート調査であるグローバルビジネス・アウトLOOKサーベイの最近の結果から、日本や世界のCFOは経済のどこに注目し、何を懸念しているのかを、日本独自の調査結果も踏まえて解説する。

はじめに

日本CFO協会のご協力の下で、二〇二二年二月より、グローバル・ビジネス・アウトLOOKサーベイ(以下、CFOサーベイ)を四半期ごとに実施している。これは、日米の大学研究者グループが中心となり、その時々の世界中のCFOの関心事、経済や自社業績への見方をサーベイ調査で明らかにしていく取り組みである。今回は、これまでのサーベイ結果の中から興味深い点をいくつか紹介したい。

個人の認識と経済活動の関係は、本年度ノーベル経済学賞の研究テーマ

本CFOサーベイでは、CFO個人の経済や自社の業績への見方と、実

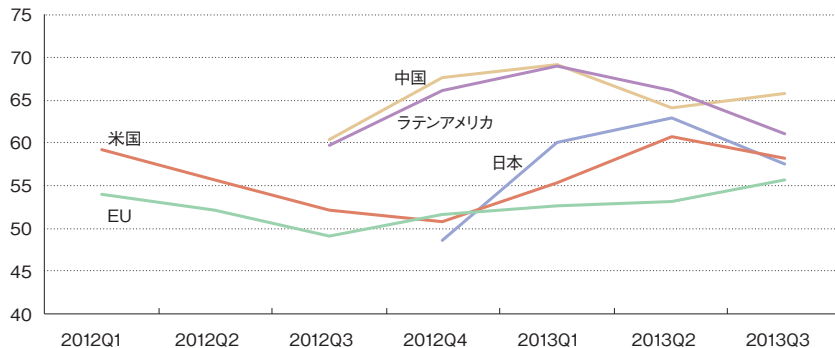
経済や株式市場の動向との関連性を明らかにしていくこと、その情報を個々の企業の投資決定の参考資料にしてもらうことを目的としている。

これまで、企業の投資行動にかかわるCFO個人の将来に対する見通しと、企業行動の間には、個々の企業では関係がありそうだが、経済全体に対しては重要な影響はないだろうということ、あまり重視されてこなかった。しかし、最近の行動経済学(経済活動にかかわる人々の感情や認識と、実体的経済の関係の研究)は、人々の感情や認識が経済行動に無視できない影響を持つことを明らかにしてきている。そうした知見を提供してきた研究者の一人が、今年のノーベル経済学賞を受賞したイェール大学のロバート・シラー教授である。また、このCFOサーベイを米国で開始したデューク大学の



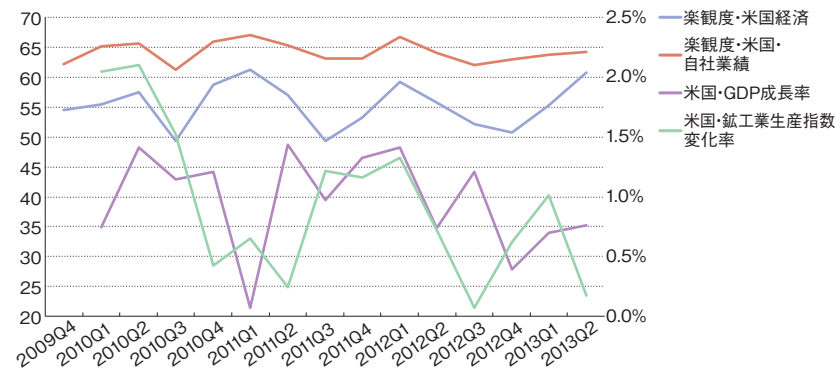
ジョン・グラハム教授は、経営財務分野における行動経済学研究の第一人者である。本CFOサーベイは、米国ではすでに一三年にわたって四半期ごとに継続して実施されている。一方、日本では、名古屋大学の加藤英明教授を中心とする研究者グループが、二〇一三年九月まで、合計四回の四半期ごとのサーベイを行った。本レポートでは、第一に、長期のサーベイ結果が存在する米国に

図1 ● 自国経済に対する楽観度指数



における結果も踏まえながら、日本のCFOの認識と経済の関係について推測してみようと思う。第二に、サーベイの中で個別質問から示唆される日本企業の行動の課題を検討する。

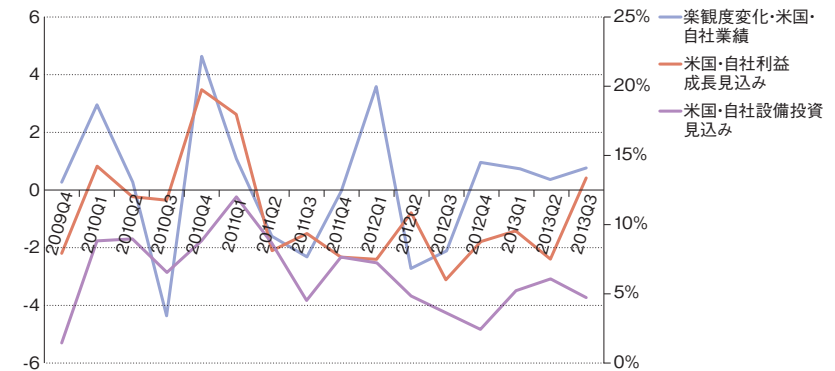
図2 ● 楽観度指数と経済指標



CFOの認識と実体経済や株式市場の関係

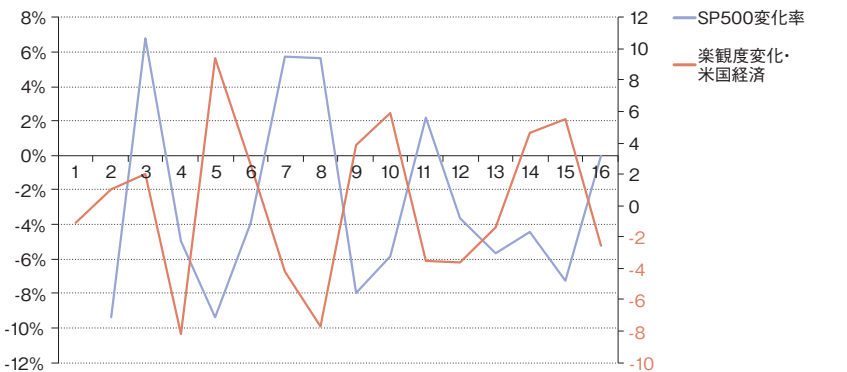
CFOサーベイでは、自国経済と自社の業績について、どのような今後の見通しをCFOが持っているかを質問することにより、自国経済と自社の業績に関する楽観度を計測している。図1に、各地域のCFOの自国経済に対する楽観度指数の最近の推移を示した。図1に示すように、二〇一三年第一四半期にかけては、どの地域のCFOも自国経済への楽観的な見方を示しているが、二〇一三年第二四半期にかけて楽観的な見方はやや後退している。では、こうした楽観度指数は、今後の経済動向を見通すうえで、意味が

図3 ● 米国の自社業績への楽観度と自社の設備投資見込み



あるのだろうか？最初に長期のサーベイ結果が存在する米国で、楽観度指数、経済指標、自社の投資行動、ならびに株式市場動向の間関係を見てみる。

図4 ● 米国の自国経済への楽観度指数と株式市場



※「グローバル・ビジネス・アウトLOOK・サーベイ・ジャパン」について

本調査は、世界の上場企業・非上場企業のCFO（最高財務責任者・財務担当役員）を対象に、経済見通しや自社の投資・財務戦略の考え方についてお伺いするアンケート調査です。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・グラハム教授（JohnGraham、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）を中心に、2013年9月時点で、70四半期連続で調査が行われています。2012年12月調査より、日本もこのサーベイに参加しており、日本CFO協会もご協力させていただいております。

の方が楽観度は高くなっている。なお、このグラフではCFOの楽観度と経済指標の間から明確な傾向はつかみづらいものの、デューク大学のより長期間を対象とする分析では、楽観度指数が、一期後の雇用統計に対して高い説明力を持つことが示されている。

図3は、自社業績に対する楽観度と自社の利益および設備投資の見込みの推移を示したものであり、これから自社業績に対する楽観度と自社の利益および設備投資の見込みは連動して動いていることがわかる。加えて、自社業績の楽観度指数は、同期の設備投資見込みには弱い相関にとどまるが、翌四半期における設備投資見込みに強い相関が見られる。これは、CFOの楽観度がタイムラグを伴って自社の投資判断に影響を与えたとの見方と整合的であり、CFOの楽観度と自社の将来の投資決定の間には関係があると考えられる。

次に米国のCFOの自国経済への楽観度の変化と、株価指数の変化率の推移を見てみる（図4）。楽観度と株価の変動は一致、または楽観度が先行している傾向がある。実際、米国の経済への楽観度指数で、その一期後の株価指数の変化率を回帰すると、楽観度指数は次の四半期の株価指数と統計上有意な正の相関を示す。すなわち、楽観度指数が上昇（下落）すると、一四半期後

の株価が上昇（下落）する傾向を持つ。この結果は、一期前の株価指数の変化率を入れても変わらない。つまり、一期前の株価指数の変化率では読み取れない経済動向を、楽観度指数が映し出していることを意味する。

ただし、株価変化率そのものについては、四半期の相関は見られない。対象期間も短く、楽観度のみをもって株式投資の判断材料とするには、まだ時期尚早かもしれないが、注目に値する結果といえよう。

日本に関する結果

日本に関するサーベイはまだ四回であることから、米国のような相関の分析まではできないが、日本のCFOの楽観度の推移と実体経済の状況を見ると、少なくともこの一年間は楽観度とGDP成長率はほぼ一致した推移を示していることがわかる（図5）。興味深いことに、米国と反対に日本経済に対する楽観度の方が自社の業績に対する楽観度より高い。この期間のCFOの自社業績の見通しが、マクロ経済状況の改善にリードされていることを示唆している。

この見方を裏付ける証拠を、過去のサーベイ結果は示している。二〇一三年三月期調査では、八〇九割のCFOが安倍政権の経済対策が自国経済に対して「プラスの影響がある」と回答した

のに対し、自社の投資計画への影響については、三〇四割のCFOしか「プラスの影響がある」と回答していない。日本経済への見通しは、マスコミ報道や株価に影響を受けて二〇一三年早々に楽観的な見方が広がったが、各企業のCFOは、業況改善を実感して初めて自社業績に対する楽観的な見通しを持つようになったのであろう。よく「景気は気から」と言うが、いわゆるアベノミクスが、まずマクロ経済回復への期待

図5 ● 日本のCFOの楽観度と経済指標の推移

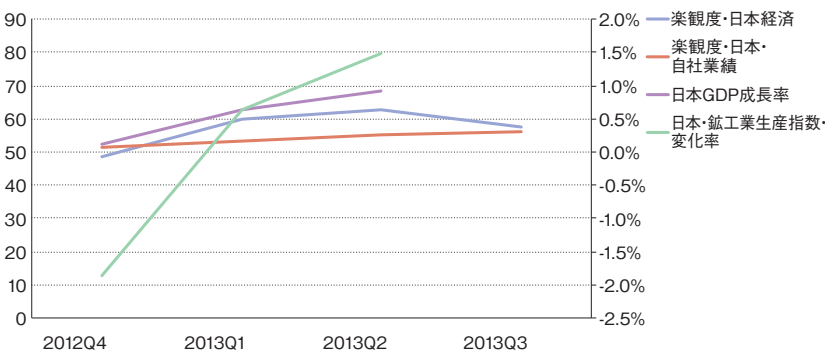
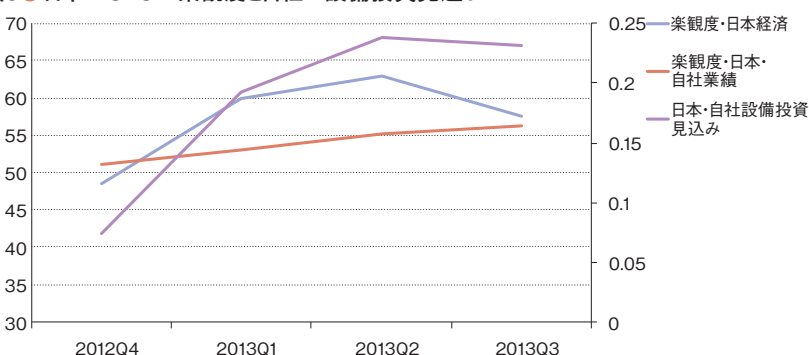


図6 ● 日本のCFOの楽観度と自社の設備投資見通し



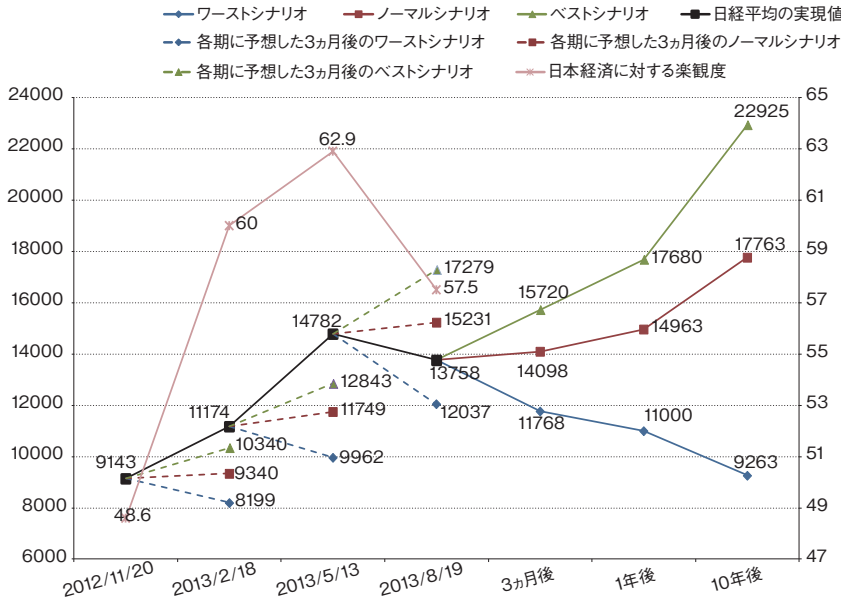
感を浮揚させ、企業の投資行動に刺激を与えたという点で、極めて行動経済学的手法だと言えるかもしれない。自社の業績への楽観度と、自社の設備投資見通しは、過去一年一貫して上昇しているが、米国同様に、CFOの楽観度が企業の投資行動に影響を与えているように見える（図6）。

CFOの株式市場の予想

本サーベイでは、CFOの株価予想

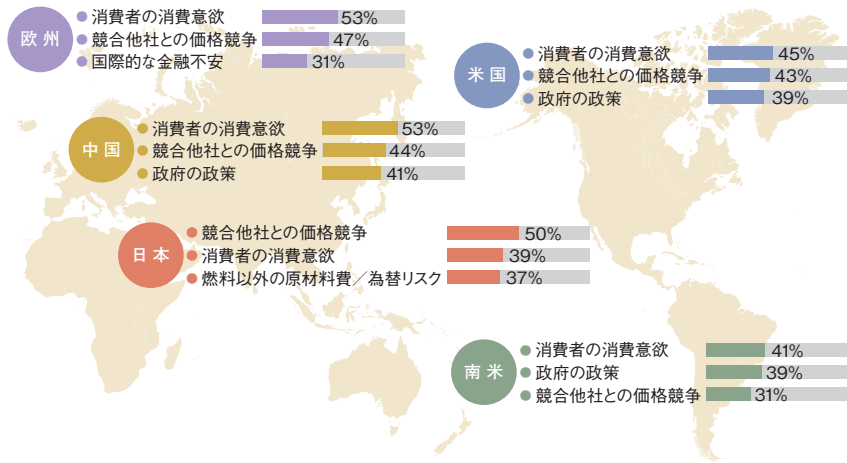


図7 ●日本のCFOの株価予測と株式市場の推移



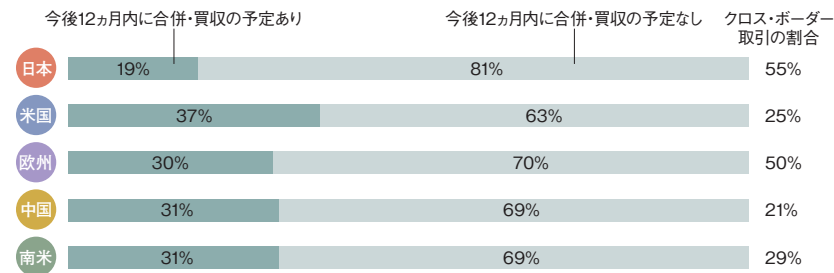
も調査している(図7)。本年六月までは、CFOの予想を上回るペースの株価上昇であったが、本年六月以降はCFOの期待を株式市場は下回っている。本年九月の調査時には、六月時点のCFOの期待を株式市場は下回り、この時点でCFOの日本経済への楽観度も低下に転じている。株式市場の動向がCFOの経済への楽観度に影響を及ぼしているようである。

図8 ●世界のCFOの外的懸念事項—2013年9月期調査—



「株価の上げ下げに一喜一憂しない」というのは企業経営者からよく聞かれるコメントである。しかし、もしかすると株価の騰落がCFOの楽観度に影響を与え、それが企業投資動向そのものに影響を与えるという関係がある可能性がある。今年のノーベル経済学賞受賞者のシラー教授の指摘通り、株式市場が時として大きくファンダメンタルズからかい離するとすれば、前記の

図9 ●合併・買収の計画・予定—2013年3月期調査—



関係は、株式市場やそれに伴う企業経営幹部の楽観度の変化により実体経済が影響を受け、熱狂や停滞に向かう可能性を示唆する。CFOの楽観度が、どのように形成されているか、それがどのように企業の行動に影響を持つのかは重要なテーマであり、この点については今後のサーベイを合わせて明らかにしていく予定である。

CFOの懸念事項

二〇一二年一二月期の日本での調査開始以降、日本のCFOが挙げる自社を取り巻く外部環境に対する懸念事項は、「競合他社との価格競争」が第一位であった。これに対して、米国および欧州では、「消費者の消費意欲」が第一の懸念事項となった(図8)。世界的に見て、日本企業がとりわけ厳しい価格競争のプレッシャーの中で事業を行っていることが窺える。国内市場の成長が鈍化する中で、十分に産業再編が行っていないため、各業界内のプレーヤー数が多い。これによって引き起こされる国内市場における過当競争状態が企業にとって最大の課題となっていることが示唆される。

産業再編の遅れは、安倍政権の成長戦略の柱の一つである「日本産業再興」に関する議論でも取り上げられている。二〇一三年三月期調査では、合併・買収についてのCFOのスタンスについて調査を行っている。今後一二月月の間に、他企業・事業部門の買収を行う予定であると回答した企業は、日本では一九%、米国では三七%、欧州では三〇%、中国および南米では三二%となった(図9)。日本では、買収を予定している企業は他地域と比較して低い。M&Aのうち、買収全体に対するクロスボーダー取引の割合は、日本で

五五%、米国で二五%、欧州で五〇%、中国で二二%、南米で二九%となっている。クロスボーダーM&Aは、国内M&Aより成功の難易度が高いというのが通説だが、むしろ日本企業はクロスボーダーM&Aに成長機会を見出している。しかし、国内の産業再編も同時に行進させないと、競合他社との価格競争という問題は解決しそうもない。

今後の資金の振り向け先は？

日本企業のバランスシートには、最近にない水準の剰余資金が計上されている。二〇一三年六月期調査では、剰余資金に関する調査を行った。図10は、剰余資金の総資産に対する比率を示している。日本は、一年前および現在ともに、相対的に高い剰余資金を維持している。剰余資金の用途については、全地域のCFOが「設備投資」を第一位に挙げているが、日本では七〇%のCFOが「設備投資」に剰余資金を使用するとしており、その割合は、他地域と比較してとりわけ高い(図11)。一方で、買収に資金を振り向けると回答したCFOの割合は、日本が最も低かった。これらの結果は、日本企業のCFOの自社本体の成長の重視を顕著に示す。競合他社との価格競争が第一の懸念であることを考えると、適正な利益率を確保するための産業再編などM&Aの戦略的活用をもっと検討すべ

図10 ● 剰余資金の総資産に対する比率(%)—2013年6月期調査—

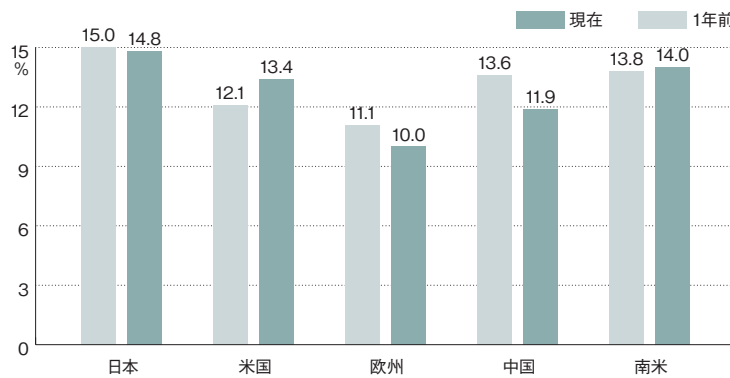


図11 ● 剰余資金の用途—2013年6月調査—

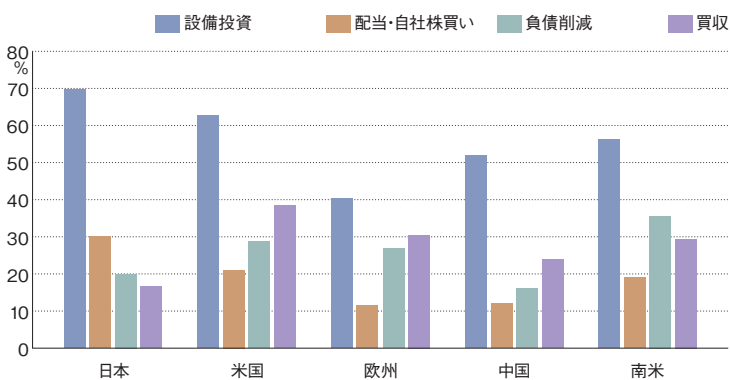


図12 ● 消費税増税案および成長戦略について—2013年9月期調査—



きであろう。

今後の経済見通しとCFOサーベイ

二〇一三年九月期においては、消費税増税案および安倍政権の成長戦略「第三の矢」の与える影響について調査を行っている。これによると、およそ九割のCFOが消費税増税案に賛成し、成長戦略が日本経済にプラスの影響を与えると考えている(図12)。本レポートで紹介したこれまでのCFOサーベイの結果が示すように、アベノ

ミクスは、人々の景気回復への期待感を浮揚させ、それは企業のCFOの楽観度にもプラスの効果を与え、設備投資の増加へ波及してきていると言えらる。しかし、やはり今後の持続的成長には最終的な需要成長が不可欠であり、これは一時的な景気回復への期待感のみでは実現しない。その意味で、個々のCFOの楽観度と企業の投資動向、株式市場、マクロ経済のリンクの理解は、CFOの今後の投資判断でも重要性を持つてくるはずである。本

サーベイは、大学の研究者が行っているものであり、個々のCFOの方々の個人的な関心とご協力が全てである。これから、私たちの研究グループは、さまざまなサーベイを行っていく予定である。ぜひとも、私どものサーベイに参加していただき、結果を楽しみ、今後の投資判断のご参考にしていただければと願っている。