

「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト
第2回総会 議事概要

日時:2013年8月20日(火)8:00～10:00

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1. 意見交換

【投資家】

- ・銀行の持ち合い解消などにより、日本の機関投資家は日本企業株式への投資ポジションを減らしていく傾向にある。具体的には、銀行は持ち合い解消そして自己資本比率規制で保有株の売りをどんどん進めてきた。生保もソルベンシーマージンの比率維持として株式のようなリスク資産を持ってない。公的年金は5年前からキャッシュアウトに入っている状況である。
- ・日本の機関投資家の多くは、個別株投資ではなく、インデックス投資を重用する傾向にある。これらの中で、どこまで長期的視野を持ってガバナンス等に意見をできるのか疑問。
- ・このような流れの中で、生活者投資家という概念を広げて行きたいと考えている。個人投資家にもっと本格的に長期投資を覚えてもらって、長期的な企業の応援株主になってほしい。
- ・今回のプロジェクトではインセンティブの設定方法について最も関心がある。以前より、企業経営者に対する報酬のインセンティブの側面について興味を持っていた。日本では報酬の金額の議論が主となっているが、重要なのは業績に連動する部分がいかに大きいかという点。
- ・また、アセットマネージャー側のインセンティブ設計について、今回のプロジェクトでは議論のテーマとして取り上げてほしい。アセットマネージャーがガバナンスに取り組むにはコストがかかるので、運用側の評価においてガバナンスに対する取組が評価に入っていないと、フリーライダーが生じるし、やる気が起きない。
- ・アセットマネージャーについても、企業経営者と同様、長期の成績に対して連動する報酬体系の設計をしている会社がある。当社でも報酬額を四半期ではなく、3年くらいのリターンに連動するようしたり、自社の株式を一定期間後の将来に換金できるようにしている。
- ・リーマンショックへの対応として年収に占める固定報酬の比率を増やそうとする動きがあるが、余り行き過ぎると成績にかかわらず年収が同じという報酬体系になり逆効果。この点を規制当局、金融機関も理解し、変動部分は残したうえで、その部分は目先の業績ではなく、3年、5年程度の業績で決まるなどの設計をすべき。
- ・企業年金基金連合会の運用資産 10兆円のうち、4兆円が株式であり、その1/3が国内株。グローバルのインデックスのベンチマークに比べると、だいたい20%以上オーバーウエートにしており、引き続き日本の年金は日本株にコミットメントしている状況だ。逆に、外国株式の運用を委託している海外のアセットマネージャーのポ

ートフォリオを見ると日本株のウェイトはゼロか1,2%程度という例が多いため、今後彼らがベンチマーク並の10%に増やすだけでも相当な買い需要がある。

・海外では日本と違い、優秀なファンドマネージャーが独立して、ステークの100%近くを自分たちが持っている運用会社が少なくない。このような運用会社では保有企業の業績が短期的に悪くなくても、自分たちが信じられる企業には安定的に投資を続けていることが多い。私ども年金基金は、こうした優秀な運用マネージャーの発掘と、それをサポートする運用会社の組織構造にフォーカスして投資先を選別することで、真に中長期的な視点での投資を目指している。

・四半期開示についての海外のアセットマネージャーの意見を聞いてみると、四半期開示は不要という考え方を持っているケースは非常に多い。これはトレーダー向けのものであり、インベスターにとり、四半期開示は不要という考えは少なくない。情報開示やコーポレートガバナンスへの取組については、企業のコストと投資家のベネフィット、両方のバランスをとるという考え方がこれから大事になってくると考える。上場会社には特に社会的な責任があるという議論があるが、それを踏まえても、やはり両者の平衡をとるという考え方が大切ではないか。

・(伊藤座長) 経営者の報酬体系は、変動部分が多いほうが機関投資家の評価は高いのか。

→【投資家】目先数ヶ月ではなく長い目で見た企業の業績を元に運用する投資家にとって、その時間軸と経営者側の時間軸は近い方がよく、報酬もそのような時間軸である部分連動していることは望ましい。しかし、投資家にも、ものすごく短期で売買する投資家など様々なタイプがあるので、そういった投資家にとっては報酬の設計は関係ないだろう。

→【市場関係者】1つ例を挙げると、資生堂のように、変動の中でも単年度の連動部分、中期(3年)の連動部分、長期の連動部分が比率で示され、また役職により変わっているなどといった、会社が何を目指しているのかがわかる、透明性や説明力のある報酬体系は、投資家にとって大事。ただ、会社の報酬体系を変えようというのは、投資家が簡単に口にする以上に企業にとって大変なことだと理解している。

・大企業が報酬にストックオプションを使うことは慎重に見ている。オプション理論によると、ボラティリティが高まるとオプションの価値は高まるが、ベンチャーでなく大企業の上場企業がそもそも経営でボラティリティを作れるのか、オプションを使う経営方針が長期投資にあっているか、慎重に見ている。

・経営者にはファンドを嫌う人が多いが、これは時間軸の違いだと思う。ファンドは、常に株式を売却し利益を得ることを前提に考えているが、日本の企業経営者はそういう考えを前提にしていないと思う。そういった意味で、機関投資家、個人投資家両方が必要であり、圧倒的に足りないのは個人投資家。個人投資家は自分たちのお金ということにリスクテイクできることが大きい。また、個人は、自分の年金、自分の子供の教育資金といったことを考えて投資するので、時間軸が経営の時間軸と合うとも考えられる。そういった個人投資家が増えるためには、何に投資するかを見えるようにするため、企業と個人投資家が直接対話する機会を増やすことが重要。また、個人投資家が小口の投資を行う制度的なインセンティブも必要ではないか。

- 長期投資として、30年後でも持続的成長ができる会社に投資したい。30年経つと事業環境は絶対変わっていると思うが、環境が変わっても進化できるかがポイント。企業との対話の中でも、このように取り組んでいるから進化できるという期待感が必要である。
- 現在の金融業界は手数料ビジネスで稼ぐことがメインになっているが、現在お金を持っている60歳、70歳以上の方が30年経つと残念ながらいらっしゃらなくなるため行き詰まる。そこで、これからの持続的な成長のための必要なストックを作らなければならない。そのストック作りのためには、企業価値を高め、世界で競争力を高めることに尽きる。そのためには世界で勝てる上場企業に集中投資していくことなのではないか。
- 現在、NISAが盛り上がっていて、考え方は良いと思うが、これで収益が上がるのか。非課税期間を5年間で切ってしまうのは、長期投資にはならないのではないかと。むしろ、個人が5年間以上保有するのであれば、無税にするとぐらいのことを思い切って政府にはやって頂きたい。
- 口座開設をするには、1億円を投資する人も1万円の人も同じ手続きが必要であるが、ちょっとおかしいのではないかと。少額投資の人にはもっと簡単に口座開設できる仕組みがあっても良いのではないかと。そうすることで一人一人のリスクは少ないが、長期的に大きなリスクを取れるお金が作れるのではないかと。
- 投資家と企業のコミュニケーションのあり方を考え直す時期に来ている。四半期決算が定着し、四半期決算前にプレビュー、四半期決算、終わった後レビューの3点セットが年4回繰り返されている。その中で、セルサイドアナリストは企業の担当者の顔色をうかがって計画がクリアできているかのニュアンスをかき取って投資家に情報を流すといったようなことが行われている。セルサイドアナリストが四半期決算直前にセミナーを開き、たくさん投資家が参加するが、中長期目線のミーティングだと参加者が少ない場合も見られるということが実際生じている。
- しかし、四半期決算を廃止すべきという議論だけではなかなか先に進まない。四半期決算にいろいろな問題はあるけれども一方で中長期の議論を企業と行う材料が正直十分でないと感じている。この点、例えば公募増資のロードショーの際には、企業トップの方々と中長期の方向性だけ意見交換することができる。特にホルダーにとっては株価が下がっているため、真剣勝負のやりとりができる。そこで得るものは非常に多い。このような対話が日常的にできれば変わってくるのではないかと。
- 投資家としても企業に出して欲しい情報を示すことが必要。PRIジャパンネットワークではワーキンググループを作ってESG情報を企業評価にどのように取り込むかを議論した。1年間で5社とのミーティングし、短期的な数字の話ではなく、これからの経営の話に密に行った。こういったことを繰り返すことで、中長期の情報として何が望ましいかというヒントが出てくるのではないかと。
- 個人投資家層拡大について。個人投資家が非常に多い企業では、株主優待券の発行等、投信や年金では享受できない還元の方法をしている場合がある。しかし、株式市場という社会インフラが健全に機能するには、どのくらいの時間軸かは別として、本来、多様な方が多様な視点で投資リターンを取りに行きたいという純投資市場であることが重要。個人投資家は大事であるものの、特定の投資家優遇ではなく結論的には多様な投資家を公平に扱うことが重要。

- ・海外投資家の個別株投資について。ケイレビューにあるとおり、個別の企業に手間をかけて投資するアセットマネージャーの数は減り大手運用会社に収斂しつつあるものの、多くの運用会社はまだアクティブ・マネージャーのところにある。こうした海外のファンドマネージャーは、日本株に投資したいと考えたときに、まず諸外国と比べて投資しやすい環境であるかをみる。その上で、個別の銘柄についてみる。このようにして日本を見たときに、長期投資で本当に成果が出るかに大きな疑問符がついてしまう。限られた投資機会の中で確実にリターンを挙げようとする、早期に利益確定売りをするため短期の投資が増えていって、市場が短期化していた。このように、根本的な問題として、長期的な企業価値創造ができていなかったという問題がある。
- ・日本企業の多くは利益率向上のために、原価低減、コストカットに非常に熱心だが、資本コストははっきり見えないものなので削減にそれほど関心がない。これは大変もったいないこと。
- ・企業側のインセンティブとして業績連動型報酬が取り上げられていたが、これまで企業経験者と膝詰めで議論した経験からすると、報酬ではなくて使命感が一番大きなドライバー。ただし、これは日本的な考え方で海外の投資家に説明するときに納得を得るのは難しい。使命感は共感できなければ掴み所がなくそんなものを信じて良いのかということになる。しかし、経営者の使命感をくすぐることができ、使命感と最終的な企業価値創造との接点がうまく見いだせたときに不採算事業撤退など抜本的改革が実行され非常にうまくいくというのが実感。
- ・証券会社に支払う売買手数料について。最近、英国FSAは手数料アドバンドリングを強化している。証券会社にとって、株式の売買手数料の多寡は運用会社からの売買注文で決まるが、英国FSAの指導では、証券会社のリサーチに対して評価した売買発注は是とするが、証券会社がIRミーティングをアレンジしたことを評価しての売買発注は正当とみなさない。しかし、これは大きな問題で、運用会社が証券会社を介さないで個別の企業とミーティングするには支障も大きい。日本やアジアでは企業側がミーティングの受付業務を証券会社にアウトソースしている場合も多い。インベストメント・チェーン全体でインセンティブ構造を見直さないと、このように矛盾することがあり、なかなか先に進まない。
- ・我々は社長ミーティングを非常に大事にしている、かつ、そのときにはアジェンダに数字を使わないように努めている。中期経営計画よりもっと先の話をしよと考へ、将来どういふ会社にしよと考へのかといふビジョンから初め、どんなビジネスの時間軸で考へているのかを聞いて、我々もその土俵に入つてその時間軸で話をしよとしていふ。しかし、そんな先のことは考へていふ、又は非常に曖昧で、長い経営の時間軸が本当にあるのか疑問符がつくことが現実にある。長期的経営ビジョンに疑問符がつくと、長期投資をしよとして臨んでも長期投資をする根拠がなくなるといふ現実がある。
- ・(長期のビジョンがないことの原因に、社長在任期間の設定の仕方があるのかといふ質問に対し)社長在任期間の設定と社長の役割の認識に理由がありそうだ。実際、前任社長から受け継いだバトンを自身の在任期間には余り無理をしないうまくバトンタッチしていけばいい、といふ考へがあるようだ。毎回、余り変わらないままバトンタッチしていって、企業が70年、100年存続したといつても、それは我々が考へる持続的な企業価値創造とは違ふ。
- ・東証一部に上場している1600社が25年の機関を通じて投資家にプラスのリターンをもたらしているのはざっくり150社。この共通項をみると、まず、オーナー系が多い。これはグローバルに見てもファミリー企業のリターン

が相対的に高いことが言えると言われている。次に、価格勝負に持ち込まれない独自の商品、サービスを作り上げている企業が多い。

- ・私は、アセットマネジメント会社の社長として、先方の事業会社の社長、IR担当役員、CFOにご来社いただいてミーティングを行う際には、なるべく参加している。質問のポイントは、「世の中になくはならない存在であり続けるためにどのような仕組みをお考えで、それをどのようなタイムスパンで考えて実行しようとしているのか。」ということ。なぜ行っているかと言うと、日本の投資家と企業経営者の対話は相対的に少ないと感じるため。対話の質をどこまで高められるかというトレーニングがまだ少なく、相当の覚悟のもと、みずからも鍛えなければならない。
- ・日本ではインデックス投資が海外に比べて大勢を占め、個別企業と対話する必要がない。個別の企業と対話する投資家をどう増やすかも重要な点。また、インデックス投資するにしても工夫が必要であり、東証と日経新聞が共同して開発している新たなインデックスでは中長期に一定の財務実績を上げている企業であることや流動性が非常に大事。資本市場経済の主役はやはり企業。キャッシュフローを生み出すのは企業でしかない。そういった企業が一層活躍してもらえるように、新しいインデックスを一つの対象として応援していきたい。ただし、このインデックスに入る企業は、経営者のインセンティブを考慮してときどき入れ替える仕組みが大事ではないか。

【市場関係者】

- ・経営者の報酬について、企業と投資家では、まだ共有できていない部分があると感じている。企業経営者と話をすると、「我々はこんなに低い報酬で頑張っているんだ」と言うことを言われるが、我々は、企業価値を高めるための方向と報酬が連動して頂きたいと考えている。その点をしっかり説明頂いた上で報酬をしっかり受け取られることは、我々として望ましい。
- ・日本の発行体企業にとっては、株価が低迷したときに株価を高めるためのインセンティブを有していない。その中で考えるべきことの一つとして買収防衛策がある。これは究極的には株主の利益を守るものとして始まったものだが、商事法務が出している昨年6月時点の株主総会集計で、買収防衛策の議案に対する海外投資家の反対率が9割、国内投資家でも4割に上っている。このような結果をみると、少数株主からは買収防衛策が否定されているのに、安定株主の賛成で存続しているというゆがんだ構図になっていると評価できる。強圧的な買収には公開買付規制で対応し、買収防衛策は基本的にはなくしていくということも考えられるのではないか。
- ・上場企業 3,500 社のうち、直近ROEが8%を超えている企業は1,200社、全体の1/3。経営者からすると、長期的経営を行っており、投資家が短期的と考えるわけだが、投資家からすると、長期投資は今敗者のゲームになっており、足下の業績の確認が大事、短期が当たらないのに長期は当たらないという雰囲気もある。また、短期パフォーマンスで上位にいることが競争のルールとして求められている。すなわち、企業を見ると、価値創造の仕組みの信頼性が乏しく、投資家を見ると、投資家の層が十分でなく、投資家の企業を見る目が十分でないという可能性も高い。

- そこで5つの点について議論してはどうか。
 - (1)投資家は企業価値創造のプロセスに投資すること。
 - (2)価値創造の仕組みが弱い企業を強化・再構築するため、トップマネジメントのマネジメント能力、イノベーション、サステナビリティ、リスクマネジメントの四つの軸で見えていくこと。
 - (3)価値創造の仕組みを投資家に語ること。
 - (4)価値創造の軸と投資家の価値評価の軸とを出し合っ、共通点・相違点を議論してみる。相違点が大事で、折り合いがつかないのか対立したままかが大事。
 - (5)企業価値創造のモデルのフレームワークを構築すること。それに基づき、ディスカウント・キャッシュフロー・モデルにとらわれない価値評価システムなど新しいことを考えていくこと。
- スチュワードシップについてイギリスに調査にいらたが、そのときの印象を申し上げたい。スチュワードシップについて当事者たちが非常に強調していたのは、お金儲けのためであり、投資運用のパフォーマンスを向上させるために行っているということ。そのために、スチュワードシップを強化し、エンゲージメント活動を行っている。ESGもあくまで長期的な投資パフォーマンスの向上が目的であって、損をしてでも別の目的を達成しようとするものではないと言っていた。その現れとして、エンゲージメント活動で上場企業とミーティングをするときには、ポートフォリオマネージャと一緒に、買った人間が何を会社に望んでいるかを語っていかないと本当のエンゲージメントにならないということや、機械的に義務を果たすためではなく、多く株を保有する会社などに重点的にエンゲージメントを申し入れるということを書いて、非常に印象的だった。
- イギリスでは年金・生保、資金運用者が主としてスチュワードシップコードの担い手であるが、日本に適用する場合として、銀行、生保、損保、事業会社の政策投資に目をつぶってスチュワードシップを議論しても、日本の現実に合わない。政策投資を行っている企業の受託者責任が非常にないがしろにされていることにメスを入れるのであれば、日本のスチュワードシップの効果は半分に留まるのではないか。また、イギリスは機関投資家と上場会社が緊密に話をし、いろいろな意味で仲間になることに社会的にも寛容であり、法制度もバックアップしているが、日本はそうではない。例えば、大量報告書の特例報告が2005年の改正で非常に厳格となり、他の要因もあって全否定すべきではないものの、機関投資家が立ち入った話をできない仕組みになっている。また、本年のインサイダー取引規制の改正でも萎縮効果が働きかねない状況が生じている。全部見直しが必要という訳ではないが、少し考慮に置く必要があるのではないか。
- ガバナンスについて、英米型の社外取締役中心の取締役会を全否定するわけではないが、日本独自のガバナンススタイルについても正當に評価すべき。例えば、経営者を経験した人が執行の任務を負わない形で、常勤の会長として取締役会に座っているのは日本独自。これには内輪でやっているという批判がある一方で、大変な経営に対する牽制効果を及ぼしている。こういった仕組みを元にこれを全株主のために役立てるためにはどうしたらいいか、などという議論もあってもいいのではないか。
- 長期投資が重要という話が多く出席者から出ているが、市場における流動性は大事。全員が一斉に長期投資を行ったら明日から売買がなくなり値がつかなくなる。ヘッジファンド、デイトレーダーなど多様な者がいることで逆に長期投資家が株式の売買ができるので、市場の機能を損なうような方向には絶対に持って行くてはいけない。

- ・個人投資家が重要という話が出ているが、上場会社の社員など金融リテラシーが高く、可処分所得が相対的に高い者に、職務上株式の売買に制限がある場合が多い現実がある。そこでいくら個人投資が重要と言っても無理があるのではないか。金融リテラシーが高い個人による自由な投資を広めて行く必要がある。
- ・イギリスのロイヤルメールの民営化では上場前に相当の株式を従業員に割り当てているが、日本の民営化ではそのような例はない。従業員が猛反対する中で民営化するのがこれまでの歴史。従業員にとって是非民営化してほしいというスキームを考えることも重要なことだと思う。
- ・証券会社のインセンティブに関して、証券会社の機関投資家に対するサービスとフィーが相関していないのが現状。調査部で提供するリサーチに対するフィーは株式の売買の何%という形になっているため、リサーチが優れていてもトレーディングがしっかりしなければフィーが回収できないというジレンマを抱えている。現在、マーケットが盛り上がり外資系などの証券会社が人を増やそうとしているが、セールスやトレーディングの方を増やそうとする動きがあると感じている。フィーの相関があると、より健全な相関になるのではないか。
- ・海外と異なり日本では運用会社に業界の専門家が少なくないと感じている。労働市場の人材の流動性も関係あるかもしれないが、もう少し運用会社に人材の多様性が必要ではないか。
- ・リサーチレポートのレーティングに対し、想像以上に圧力を感じたことがあるが、建設的な議論ができるようになれば事業会社との関係が変わってくるのではないか。意外と対話をする企業が少ないと感じている。
- ・意外と英語の開示が少ない。特に時価総額の小さい企業に顕著に現れているが、もう少し英語の開示を充実すれば間口が広がるのではないか。
- ・日本の事業会社でM&Aが得意であると認識されている会社はごく限られていると思う。例えば、新聞でM&Aに関するニュースがでると大抵株価は下落する。これは、M&Aに対して市場の初期反応としては不信任と見られても仕方がないのではないか。アナリストや投資家に対し、M&Aがどれだけ効果があったか検証できる材料を、数年後でもいいので、出して頂けるとありがたい。
- ・医薬品業界はこれが何になるのかという研究が非常に多い。もちろん、研究開発は日本企業にとっての大きな競争力の源泉で偉大なイノベーションは偶然から生まれることもあり、そういった研究も大事にしてほしいが、一定の説明をアナリストや投資家に対して行うと非常に関係がよくなるのではないか。

【企業】

- ・当社では10年前に業績連動報酬を導入し、中長期的な観点からの従業員のインセンティブ効果が現れてきていると感じている。なお、当社の場合も、ここ30年ほど業績は上がっているが株価パフォーマンスには結びついていない。
- ・投資もマーケットなので、長期的な投資がパフォーマンスに結びついていないということから、短期的なパフォーマンスを追求する者が増えてしまっていると考えられ、このような需要と供給の関係に手を入れる何らかのインセンティブが働けばいいと思う。少し暴論的になるが、長期間持てば配当が増えていく種類株を作るなど、長期保有してインカムゲインが狙える株式ができるなら、投資のインセンティブも変わるのではないか。

- ・長い目で、しかもある程度緊張感をもって接して下さる個人投資家などの投資家が増えれば、経営者側、企業側も聞く耳を持つと考え、ある程度投資家との緊張感を持った上での経営ができるのではないかと。
- ・最近個人投資家が増えているが、株価対策をしろ、自社株を買えといった電話が多い。長い目できちっと会社のことをわかって応援して下さる個人投資家とは積極的に話したいと考えているし、もちろん機関投資家ともそういった目線で話をしていきたい。
- ・十数年間IRを担当する中で、二つ立ち往生する質問がある。一つは、なぜまだ株式持ち合いを行い、改善しないのかと言う質問。もう一つは、資本コストの考え方。買収案件、具体的には外部資源をとったときの根拠となる定量的な指標、価値判断は何かという質問。特に後者についていうと、日本企業としての特徴を完全に変えてしまうのはやるべきではないと思うが、グローバル市場に出ている以上はグローバルスタンダードで説明を求められたときには、それに答える必要があるように感じている。
- ・投資家との緊張と協調について、何とか協調できないかというプライオリティが高くなり、緊張関係のところへ飛び込んでいくことはあまりやっていない。しかし、状況が必ずしも芳しくないときには緊張関係も辞さず前に踏み出すことも、持続的企業価値創造のために不可欠だと、実務をやっていて感じる。
- ・持続的価値創造というイメージをグラフで書くと何となく右肩上がりでも継続的に上がっていくイメージだと思うが、実際はアップダウンがありながら、最終的に何年かのレンジで上がっていくという形。配当でも、どんなに業績が厳しかったり、もっと投資すべき案件があるときにも減配が難しいという構造があるように感じるが、アップダウンがありながら最終的に何年かのスパンで持続的価値創造を目指すというのも大事な視点。
- ・製薬事業は投資家から長期的に見られており、7年から10年先まで予測を立てようとするればできる。これに対し飲料事業は3年先も全く説明ができず、さらに利益率が低い。よって、投資家からは飲料事業をなぜ切らないのかという質問をよくされる。透明性やわかりやすさが重視されていると感じる。企業経営者としては、こういった領域を両方抱えていて、投資家と対話する覚悟を持つ段階で難しい状況にある。
- ・また、数年前まで処方箋薬だけを扱う会社に専念しなさいという方向に流れたが、ある企業がワクチンを扱うと世の中は変わってきた。そういった典型的に切って話しをする形のものが非常に多い。
- ・投資家とのコミュニケーションにおいては覚悟が必要。社長就任時にはまずこの点を一番最初に申し上げる。社長に就任するときに、10年前からのことと、10年先のことを明確に頭の中で整理して頂く。
- ・投資家との対話は多く行っているが、どうしても限界がある。そのため、投資家との間にいるセルサイドアナリストが重要。しかし、セルサイドアナリストは短期の数字に追っかけ回され、忙し過ぎることから、レベルが下がっている。この大きな要因が四半期開示。アナリストとしては、四半期開示と会社から出されるガイダンス(企業業績に関する将来予測値)を見て、会社が修正するのかわからないのか、どれくらいの数字なのかというのを取材する。その際、アナリストコンセンサスができ、実際の数字を発表したときに、アナリストコンセンサスの上か下かで急に株価が動く。つまり、絶対値を考えているわけではなく、変化率を見ているだけなので、企業の成長ではなく市場の変化だけを追っているに過ぎない。しかし、これが相場の流れを作ってしまう、長期で物考えるのを難しくしているという問題を感じている。

以上