

# 博士論文

## プロチームスポーツとガバナンス

～英国プロサッカーリーグを例に～

平成23年1月

長崎大学大学院 経済学研究科  
経営意思決定専攻

西崎 信男

## 目次

序章	プロチームスポーツとガバナンス：はじめに	1
第1節	問題意識	1
第2節	本研究の目的及び研究の方法	1
第3節	論文の構成	4
第4節	先行研究	5
第1章	英国プロサッカークラブ倒産の背景	8
第1節	サービス産業としてのサッカー	8
第2節	プロサッカースポーツと経営破綻	12
第3節	本章の調査の方法	14
第4節	サッカークラブ倒産とその問題点	15
第5節	英国プロサッカークラブ経営とガバナンス	19
第6節	まとめ	24
第2章	プロサッカークラブのガバナンス	26
第1節	ガバナンス（企業統治）の定義	26
第2節	クラブの所有形態（ownership）とガバナンスの問題	28
第3節	他のリーグの状況	32
第4節	英国プロサッカークラブのガバナンスの仕組み	35
第3章	プロサッカークラブの金融イノベーションとガバナンスの問題	42
第1節	プロダクト・イノベーションとガバナンス：サッカーバブル期（1999-2002）における Leeds United FC と Bradford City FC の事例研究	42
1.	プロダクト・イノベーションが発生した背景	42

2. 金融イノベーションが生まれる理由	4 3
3. 選手移籍ファイナンス（セール・アンド・リースバック取引）	4 3
(1) 選手登録権（player registration）	4 3
(2) セール・アンド・リースバック取引	4 4
4. サッカー界におけるセール・アンド・リースバック取引事例	4 6
(1) セール・アンド・リースバック取引のメリットとデメリット	4 6
(2) セール・アンド・リースバック取引の形式上の仕組み	4 7
(3) セール・アンド・リースバック取引の問題点	4 7
第2節 証券化（Securitization）と負債サイドからのガバナンス	5 0
1. 証券化取引	5 0
2. 真正売買証券化	5 1
3. 事業の証券化（Whole Business Securitization）	5 2
(1) 財務コベナンツ	5 3
(2) 特別なコベナンツ	5 3
4. サッカークラブにとっての証券化の是非	5 5
5. 証券化取引を通じたガバナンス強化：証券化の事例研究	
—Arsenal FC の公募債発行—	5 6
(1) Arsenal Bond(入場料担保公募債券)の発行の仕組み	5 6
(2) プロサッカークラブにとっての公募債発行の意味とガバナンスの強化	5 9

## 第4章 ファンの経営参加によるクラブガバナンスの強化（サポーター

### タートラスト）

第1節 本章のねらいと調査の方法	6 5
(1) 本章のねらい	6 5
(2) 本章の調査の方法について	6 6
第2節 ファンの経営参加によるガバナンス：サポータータートラスト	6 7
(1) ガバナンスにおけるファンの経営参加の重要性と仕組みの諸形態	6 7
(2) サポータータートラストの仕組み・意義	7 0
第3節 本章のまとめ	7 5

## 終章 スポーツマネジメント確立のためのガバナンス

第1節 二極分化するサッカーリーグとガバナンス	7 8
第2節 本論文の意義及び今後の課題	8 1

参考文献·····	84
Appendix·····	90
謝辞·····	96

## 序章 プロチームスポーツとガバナンス：はじめに

### 第1節 問題意識

ペティ＝クラークの法則によれば、経済発展にともない、経済構造は雇用・所得の面で第1次産業から、第2次、そして第3次産業に比重が変化していく。先進国では第3次産業は実質 GDP で 60%超を占めている。わが国でも 2002 年実質 GDP で 70.5%、就業者数で 66.4%となっている。特に小売・卸売を除いたサービス業に比重が高まっている（サービス経済化）<sup>1</sup>。そのような流れの下で、先進国では少子高齢化、健康志向が高まり、スポーツの重要性が増している。しかし、各国とも財政難で、アマチュアスポーツを支えてきた公的支援が難しくなっている。そこでプロスポーツのアマチュアスポーツを支える役割が期待されている。

本研究では、スポーツの代表として英国プロサッカーのプレミアリーグを取り上げる。世界的なサッカーブームの中で、英国プロサッカーリーグは、リーグ全体売上高が史上最高を記録する一方で、個別サッカークラブの倒産が急増している。世界で最も注目を集める英国プロサッカーリーグでなぜ倒産が発生しているのか。また倒産にいたる過程でのクラブ経営において、ガバナンスがなぜ機能しなかったのか。それらが本研究の取り組みに至った問題意識である。

### 第2節 本研究の目的及び研究の方法

本研究の目的は、英国プロサッカーリーグのケーススタディを基に、地域のソーシャルキャピタルとして重要な役割を果たしているプロチームスポーツが、ゴーイング・コンサーンとして将来に渡って存続するために必要なガバナンスのあり方、特にファイナンスとファンの経営参加の視点から、ガバナンスのあり方を明らかにすることである。

論点は次の通りである。プロチームスポーツクラブも会社、特に株式会社形態をとるので、企業経営の上では一般企業と共通部分が多い。しかし、プロチームスポーツはチームスポーツ独自の要素がある。

まず、一般企業と比較して、プロチームスポーツクラブにおけるガバナンスの特徴は、①クラブの経営意思決定のプロセスにおいて、私企業として利益を目的とするものの、ス

---

<sup>1</sup>西崎（2009）145頁

スポーツ目的（勝利を目的とする）が重視されている点である。②ステークホルダー（利害関係者）の多様性と複雑さがあること。特にファン（消費者でもある）の経営参加形態であるサポータートラストの存在と活動に特色がある。③債務優先弁済におけるサッカー関係者債務の地位等、法律・リーグ規則において、プロサッカークラブに対して例外的扱いがあること等が指摘できる。

またプロチームスポーツを取り巻く経営・ビジネス環境の特徴として、①スポーツリーグ競争原理が働くことがある。すなわち、同じリーグ内で各クラブは競争しながらも、リーグとしての共同生産<sup>2</sup>を行うことである。②売上高人件費率に見られる下方硬直的経費構造があること。③したがって、倒産リスクが高くなること。④それに対して、高い収益性が期待できないビジネスにも関わらず、外国人投資家が参入し、企業買収が頻発していること等が挙げられる。

以上のプロチームスポーツのガバナンスに関わる特殊性と業界を取り巻く外部環境を踏まえて、本研究では、収益が期待できない、すなわち株式上場の意味が薄いプロサッカークラブのガバナンスにおいて、新たなガバナンスの方法を分析することを目的とする。ガバナンスとは、後章で詳しく述べるが、標準的な枠組みであるエージェンシー理論を前提に、株式会社への出資者としてプリンシパルである株主の利益を実現するように、経営を委託するエージェントたる経営者を規律づけることとされてきた。すなわち株主対経営者の問題であった。しかし、近年、ガバナンスはさまざまな利害関係者の利害を経営に反映させる仕組みとされ、統治する側のプリンシパルとして、株主、債権者、取引相手、従業員、地域社会等、会社のさまざまな利害関係者となることが経営学でのガバナンスの定義とされることが多くなった。そこで本研究では、①ガバナンスの主流である株主の所有する株式(エクイティ)ではなく、債権者が所有する債券(デット)、その中で特に公募債の発行によるガバナンスの方法が有効ではないか、②地域社会、特に地域クラブのファンの経営参加の形態であるサポータートラストによる方法が有効ではないかとの仮説をたてて検証することとしたい。

---

<sup>2</sup> サービスの共同生産:大リーグ野球では競争相手のチームが生き残らないと、どのチームも成功しない。従ってチーム間のプレーの質に大きな差がないという前提が必要である(Rottenberg(1956)p. 254)。他方、サービスの共同生産はマーケティングの視点では、選手と観客が試合(サービス商品)を作る意味で使用される。

英国プロサッカーを始めとする欧州のチームスポーツリーグの特色は、クローズドモデル<sup>3</sup>の米国と比較すると、昇格・降格制度がありオープンモデルであること、また経営意思決定においても、ビジネス目的（収益最大化）より、スポーツ目的（効用最大化）が優先されることが特徴である<sup>4</sup>。

本研究の目的を明らかにするための研究の方法として、

1) スポーツ産業、とりわけプロスポーツ、特に英国サッカークラブの経営問題に着目し、先行研究を踏まえて、諸統計資料のほか現地実踏調査により収集したデータに基づく定性分析も併せて、法制面を含めた制度的分析をベースにして、プロサッカークラブに関する経営学的分析を行う。特に倒産に焦点を当てて、リーグおよびクラブ運営に関しての EU 法と英国法の優先の問題、英国国内法における優先債務問題、リーグ運営等の分析を行う。英国のクラブの特徴を明らかにするため、欧州主要国との比較制度分析も行う。

2) ガバナンス研究について、サッカークラブないしリーグの経営や運営に大きく影響を及ぼしている財務状況、とりわけファイナンス方法との関連に焦点を当てて、金融革新技術（金融イノベーション）の視点からの考察も踏まえて、ガバナンスの問題点と展望を示す。まずセール・アンド・リースバック取引における倒産とガバナンスの問題についても事例研究を行う。さらに事業の証券化による大規模資金調達の実例については証券取引所での開示資料、社債主幹事による投資家説明会資料等で、ファイナンス取引の仕組みを明らかにし、ガバナンス効果を検証する。

3) ファンの経営参加の仕組みであるサポータートラスに関して、ガバナンスとファイナンス（レバレッジを含む）の両面からクラブ経営における財務的安定性に対する有効なメカニズムを考察する。

4) クラブの規模の違いによるガバナンス方法の可否についても考察する。

英国サッカークラブの経営問題を制度面、法制面から論じた研究は少ない。それらには Hamil et al(2010)、Beech et al(2008) Trenberth et al(2003)等があるだけで、

---

<sup>3</sup> クローズドモデル：昇格・降格がなく、同リーグの中で同じチームが試合を行うプロチームスポーツを指す。大リーグ野球を含む米国プロスポーツのビジネスモデルである。

<sup>4</sup> オープンモデルとは、他のリーグとの間でリーグのチームの昇格・降格が行われるプロチームスポーツを指す。降格があれば、人気の劣る下位リーグで翌シーズンをプレーすることになり、売上高に悪影響を及ぼす可能性が高い。従って、効用（勝利）目的に集中することになる。

その他は新聞、雑誌記事が多い。また日本ではプロ野球も含めプロスポーツクラブ（またはその持株会社）は上場しておらず、親会社（上場企業）が丸抱えする企業スポーツの色彩が強かったが、昨今、プロ野球やプロサッカーで経営不振、倒産騒ぎが起こり、ガバナンスを問われる事例が出てきている。本研究から、日本のプロチームスポーツの経営への示唆を得たい。

### 第3節 論文の構成

序章に続き、第1章では、サッカークラブ経営に関して、サービス産業の視点から、プロサッカーの経営を簡潔に現状分析し取りまとめる。まずサッカーがサービス産業としてのサービスに該当すること、従ってサービス提供システムが顧客満足を提供する上で重要であること、さらにプロサッカー産業の競合分析を、ポジショニング・マップを活用して他スポーツ産業との比較を行う。

そのような競合関係を踏まえた上で、英国プロサッカークラブ倒産の背景を分析する。英国法と欧州法との関係、英国国内法改正による債務優先順位変更、加えて一般債務の中でのサッカー関係者債務の優先債務化等が及ぼすクラブガバナンスへの影響を分析することにより、サッカークラブ経営上の特質を明らかにする。

第2章では、プロサッカークラブの所有形態とガバナンス問題を英国サッカークラブについて取り上げ、所有形態の変遷、そして上場（株主）、外国人投資家、サポータートラスト（地域住民）等ガバナンスの主体とそれによる経営への役割と影響度を見る。その後、ガバナンスの仕組みとしての合同規準(Combined Code)、OECDガバナンス原則（OECD Principle of Corporate Governance）について調査分析する。英国リーグの特色を明らかにするため、ヨーロッパリーグのクラブ所有形態とガバナンスを総括した後、英国サッカークラブにおけるガバナンスの事例研究を行っている。

第3章では、プロサッカークラブの金融イノベーションとガバナンスの問題をLeeds UnitedとBradford City FCの事例研究を通じて明らかにする。金融のプロダクト・イノベーションは「リスク」と「規制」によって生み出される。1999-2002年のサッカーバブル期には、選手の移籍金が高騰する「リスク」が増大する一方、銀行への「貸出規制」が強化されたため、セール・アンド・リースバック取引という新種商品が生み出された。これらの取引は、相対取引であり、複雑・高度な金融手法を活用しているため、取引当事者でしか取引内容がわからない。そこでクラブの財務体力を超えた借り入れを行った結果、クラ



ブは破綻したのである。金融イノベーションとガバナンスの欠如の問題は2年前のリーマンブラザーズ破綻の原因でもあった。

そのような経験を踏まえ、英国サッカーリーグにおける公募債を中心とする負債（デット）ファイナンスを活用したガバナンスの革新性を論じる。負債ファイナンスの新たな試みとして、証券化取引で一般的に活用される真正売買証券化(True-sale Securitization) に対して、サッカークラブのファイナンスでは事業の証券化（WBS:Whole Business Securitization）が活用されている。Arsenal FCの事例研究を通して、企業規模としては中小企業であるArsenal FCが如何にして大規模資金調達ができたのか、当該債券の財務制限条項（コベナンツ）によるガバナンス強化を図る仕組みを示す。Arsenal FCのような非上場会社では、一部少数株主以外の利害関係者のガバナンスが効きにくい。それに対して、債権者（当該債券を購入する社債権者）がガバナンス強化を図る仕組みが有効かを検証する。

第4章では、サポータートラストの仕組みを活用した新たなガバナンスを提案している。ファンの経営参加と諸形態の比較、ガバナンス強化との関連、そしてサポータートラストの仕組みと意義をまとめている。ここではガバナンスの利害関係者として、株主、債権者（クラブへの貸付）、消費者（入場者）、地域（地域住民）と多様な側面を持つクラブのファンによるガバナンスの強化を取り上げる。

終章では、本論文のまとめと意義、残された課題と展望を結びとして論述する。

#### 第4節 先行研究

プロチームスポーツの経済学は1950年代に誕生して以来、主に米国中心に多くの研究がなされている。チームスポーツリーグでは欧州のサッカーに見られるように、昇格・降格制度を有し、選手の労働市場に規制を行わず自由競争を行うオープンリーグと、大リーグ野球等米国4大リーグスポーツに代表される、参入障壁を設け競争を制限するクローズドリーグがある。

チームスポーツ全般についての先駆的研究はRottenberg(1956)及びNeale(1964)であり、サッカー経済学を発展させたのがSloane(1971)である。プロチームスポーツ経済学の発展をレビューした後、米国プロスポーツとの比較で、英国のサッカーリーグで倒産が急増している大きな原因であるガバナンス問題に係わる研究を見たい。

まず Rottenberg は大リーグ野球の労働市場を研究し、プロチームスポーツでは「サー

ビスの共同生産」を行っていること、またチームが合理的な利益最大化を行う場合、労働市場の制限（リザーブ条項<sup>5</sup>）の有無とチーム間の選手の配分（競争均衡）には関係がないという不変原則（Invariance principle）を主張した。続く Neale はプロスポーツリーグの理論を生み出し、市場競争（経済均衡）からスポーツ競争（競争均衡）を峻別した。すなわちスポーツチームも法律上は収益目的の企業であるが、1 チームだけでは試合を市場に供給できない。経済学でいう企業に該当するのは、個別チームではなく競争均衡を図るリーグであると主張した。このように米国でのスポーツ経済学は主にプロスポーツ（ビジネス）に関して研究が始まった経緯がある。

それら米国派に対して、欧州ではアマチュアリズム中心でプロスポーツの発展が遅れたため、Sloane は、プロスポーツクラブも効用（勝利）目的で行動する点で、利益目的の米国とは異なると主張した。すなわちプロサッカーリーグにおける企業とは、経営意思決定を行う各クラブであり、規則を作るだけのリーグではないと Neale に反論した。英国サッカークラブの研究では、サッカーくじに対する税金を活用して、ロンドン大学バークベック・カレッジの研究所による一連の制度研究がある。

その中で特にガバナンスの見地から興味深い研究が Michie et al (2005) である。それは 2003 年にトップリーグのプレミアリーグ (PL)、それに続くフットボールリーグ (FL)、及び FL から降格したコンファレンスリーグのクラブを加えた、95 クラブへ詳細なクラブのガバナンスについてのアンケート調査を、実施し分析したものである。英国では企業のガバナンス方法として、強制力 (obligatory) のある会社法と、ロンドン証券取引所公式リスト (以降 LSE と呼ぶ) 上場企業に対する自主規制 (voluntary) である合同規準 (Combined Code) や OECD ガバナンス原則があるが、この調査によれば、上場によってクラブのガバナンス意識は向上するものの、一般上場企業と比較して上場サッカークラブでは情報開示、取締役の指名、取締役会の構成、取締役の就任及び訓練、リスクマネジメント、利害関係者との相談等のガバナンス水準が全体としては著しく低く、この後の英国サッカークラブの倒産の急増を予見する結果となった。当時は、LSE 上場クラブは 8 社あったので上場クラブのガバナンスの問題が取り扱われたが、その後サッカークラブはすべて LSE 上場廃止

---

<sup>5</sup>大リーグの統一契約書でチームが支配下の選手の翌年の契約の選択権を所有すること。当該選手はチームの同意がないと他のチームでプレーできない。プロ野球選手の労働市場における自由の制限の中心部分である。条項設定の趣旨はチーム間での選手の均等な配分を行うためである。Rottenberg (1956) p. 245-246

となったため、株式上場によるクラブ経営のガバナンスのテーマの有用性が減少した。その意味で、上場以外のガバナンス方法の探索が課題となる。

Holtt et al(2003)ではサッカークラブの定款にあるサッカー振興目的、地域振興目的と、利益目的の親会社（持株上場会社）との利害の衝突は、ファン自身が株主になることによって解決すると、相互会社組織であるサポータートラストを提言している。

他に Vrooman(2007)は、労働市場がオープンかどうかは問題ではなく、Rottenberg の主張する不変原則（クローズド・モデルにおける）を、結果の見えない（欧州・オープンモデルにおける）チャンピオンリーグ進出を賭けて、勝利（効用）最大化に邁進するスポーツ愛好オーナーに果たして適用できるのか疑問を呈し、最終的な解決策は欧州をまたぐ30チームのスーパーリーグ（広域クローズド・モデル）であると示唆している。

## 第1章 英国プロサッカークラブ倒産の背景

### 第1節：サービス産業としてのサッカー<sup>6</sup>

コトラーは「サービス」を「一方から他方へ提供する行為で、目に見えず所有権を発生しないことが必要条件である。その生産は目に見える商品（以下「商品」と呼ぶ）に付随する場合もしない場合もある。」と定義する。そして5つのサービス類型を挙げている。(1) 純粋商品(2) 商品と付随サービス(3) ハイブリッド商品: 商品とサービスの混合(4) サービスが主で、商品が従(5) 純粋サービスである。その上でサービスの4つの特質として不可視性、可変性、不可分性（生産と消費の同時性、サービスの共同生産）、非貯蔵性があげている<sup>7</sup>。サービス業としてのサッカーは、航空サービスと同じ類型(4)で、試合というサービスが主で、休憩時間の食事等商品が従である。

サービスの特質の観点からは、サッカーはまず試合を前もって観ることは出来ないのも、不可視性がある。また可変性がある。品質管理（戦術・練習）に基づき可変性を極力排除しようとしても、プレイヤーは個性が強く、その日の調子、または相手との相性によって思わぬプレーが出て、それが試合に興奮を呼ぶ。更にサッカーの場合は、単独で顧客相手にサービスする通常のサービスと異なり、対戦相手が必要である。二つのチーム（選手）の力が拮抗(Competitive Balance)していないと盛り上がらない。不可視性と可変性が相俟って起こる予測不確実性がゲームの最大の魅力である。

またサービスの生産と消費が同時、サービスの共同生産という不可分性によって、TV、インターネット、ビデオがあるものの、スタジアムで観客とプレイヤーが一体となった雰囲気の中での試合を観ることは圧倒的な魅力がある。録画・ニュースは結果確認でしかない。非貯蔵性はサービスが貯蔵できない、つまりスタジアムが満員にならない場合に次の試合で空席を埋めることが出来ないことである。これを排除するためにシーズンチケット販売等で客席を埋める努力を行っている。主たるサービスである試合に加え、休憩時間の飲み物・食事、クラブショップでの買い物も付随商品・サービスである。

---

<sup>6</sup>本節は、西崎信男（2009）一部改変したものである。

<sup>7</sup> Kotler (2003) pp. 229-230 要約

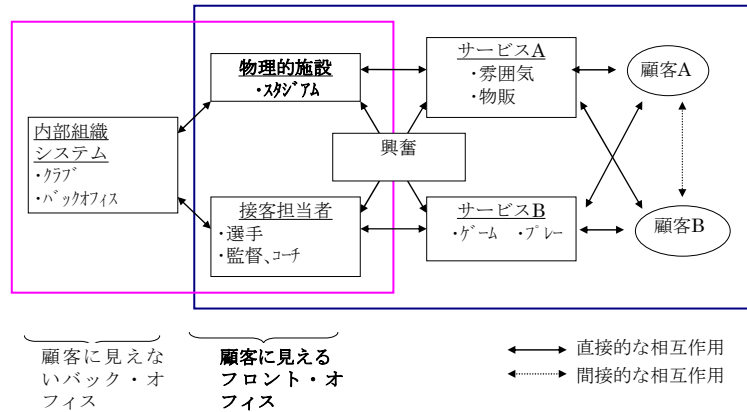


図1. サッカーにおけるサービス提供システム

出典：Kotler(2003)p. 232 を参考に筆者作成

そのスタジアム内で、顧客からは表舞台しか見えないが、顧客に見えない部分も含めた「サービス提供システム」が出来ているかが重要である。つまり、スタジアムはただの「建築物」ではなく、サービス提供システムの産物を産み出し、顧客とクラブが「サービス共同生産」を行って「興奮」「感動」を作り出しているのである。ここでスタジアムを自前で持つ重要性がある。借り物では仕掛けに制限があり、サービス提供システムがうまくできない<sup>8</sup>。

その一方で、スポーツはあくまでスポーツであり、ビジネスではないとの伝統的な考え方が未だに一部で根強くある。しかしアメリカを除く先進国では、少子高齢化でこれから国の財政が厳しく公的補助が難しくなる。企業スポーツも、本来のビジネスから離れ採算

<sup>8</sup>平田他（2006）76 頁。三木谷浩史「プロ野球新規参入1年目の球団経営」から「成功要因の一つは、宮城県と協定を結び、県営宮城球場の管理権を5000万円で取得したことです。（中略）このスタジアム自体をわれわれがデザインし、管理権を得て自由にカスタマイズできるところが他球団との大きな違いです。劇場を持っていない劇団は儲からないのと同じです。」を引用。

同じく楽天野球団社長島田亨は「初年度、楽天野球団が経営を黒字化できた最大の要因は、『プロ野球ビジネスで大切なことは、球場の使用権・営業権を持つこと』」、さらに「球団経営の要とも言える『球場』の営業の仕事に着目しました。」と言う。島田(2006)20-21 頁

度外視して行うことはガバナンスの徹底化で難しくなっている。スポーツの経済的自立が必要なのである。赤字が親会社の広告宣伝費で処理されているプロ・スポーツはプロとは言いがたい。英国では企業スポーツのプロ化によってプロに昇格したクラブは見られない。現在、英国のトップリーグのプレミアリーグでも、クラブ財政は厳しいクラブが多いが、リーグ全体としては、税金の形で毎年1500億円、草の根サッカーや地域コミュニティへの多額の貢献を行っている。

そこでスポーツ産業を「ポジショニング・マップ」で分けると図2となる。

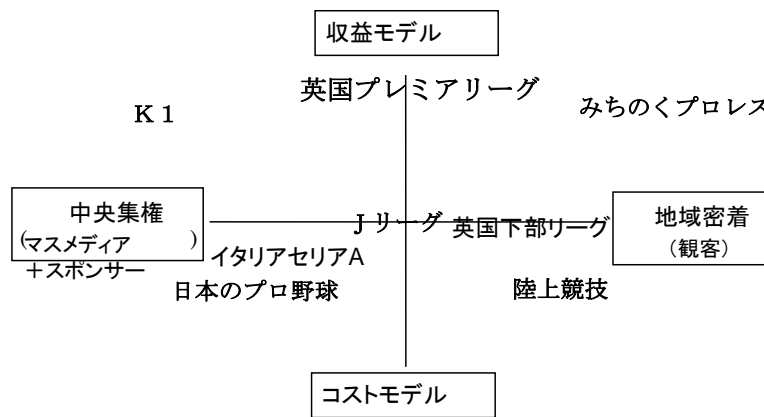


図2: スポーツ産業のビジネスモデル

出典：平田他（2005）p. 104<sup>9</sup>を参考に筆者作成

プレミアリーグは地域とマスメディアをうまくバランスさせて、TV放映権、入場料、グッズ等商業の収入を得る「収益モデル」である。そこではスタジアム投資が選手の補強と並び重要な役割を果たしている。流れとしては、いい選手を集めることが出来れば、良

<sup>9</sup>平田他（2005）104頁。木村剛「スポーツ戦略論」のポジショニング・マップを加筆修正。Deloitte(2007)p. 14の分析によれば、欧州5大リーグ（英・伊・独・西・仏）の中で、イタリアリーグは全収入の中で放映権料が62%を占めるなど一番バランスが悪い。英国は放映権が42%、入場料33%、スポンサー料他25%となっている。

い成績につながる。それが観客動員拡大を通じて収入アップにつながり、そこから選手補強費が出てくるという循環となる。「選手への投資」「スタジアム」への投資が合わさって「ファンのカスタマー化」が進み、それが収入アップへつながるわけである。英国での長年にわたるプロ・サッカーリーグ所属チームを対象にした実証研究<sup>10</sup>でも、良い成績が収入増加に結びつく、(収入が増加すれば人件費の支出可能額が増加するので)選手の賃金増加が良い成績に結びつくことが明らかにされている。

英国プレミアリーグ (EPL) を米国の大リーグ (MLB) と比較すると、そのビジネスモデルの違いが明らかになる。まずサッカーには昇格降格があり自由競争である (オープンモデル)。昇格すれば収入が急拡大し、降格すれば収入が激減するので、選手を売らなければならない事態にも陥る。有力選手を売却すれば、さらに下位のリーグへ降格のリスクを抱える。貧困の悪循環となる。一方 MLB は反トラスト法の適用除外なので、降格なしの地域独占である (クローズドモデル)。独占であるので、個別チームは収益的には安定している。サッカー業界は競争が激しく世界的な人気を博すが、各クラブは収益的には厳しい<sup>11</sup>。

そういう投機的なビジネス<sup>12</sup>であるサッカー業界で、長期固定投資であるスタジアム投資をなぜ積極化しているか。英国では、ほとんどのクラブが株式会社の形式であることから、資金の固定化を避ける目的で、クラブがスタジアム投資を最劣後に置いたため、大惨事 (ヒルスバラ事件) が起こった経緯がある。そこで政府が、スタジアムを「サッカーをプレーする場所」「観客は入場料を払うだけの存在」から、改装して「ファンが快適に過ごせる場所」にすることを義務付けたのである。そこへ 1990 年ワールドカップでのイングランドの活躍、プレミアリーグの誕生、有料 TV の発展が重なったので、爆発的な人気になったのである。まさにサッカーは「スポーツからビジネスへ脱皮」したのである。その流れを受けてプレミアリーグ誕生以来、スタジアムへの投資残高は 5500 億円 (FA92 クラブで 7,500 億円) にのぼり、地方公共団体からの借り物のスタジアムを使用する欧州リーグに対して差別的優位性を発揮している。短期的には自前のスタジアムを持たないと財務の安定は得られるが、観客増員、グッズや広告料の収入も増加しない問題がある。また有料 TV が全盛の今、スタジアムのすばらしさを売ることができなくなる。英国 TV 番組でのス

---

<sup>10</sup> Szymanski (1998) p. 49。同様に Dobson et al (2001) 参照

<sup>11</sup> シマンスキー (2005) 1-14 頁要約

<sup>12</sup> プレミアリーグ 2006/2007 シーズンでも売上高人件費率は 62%, 下位リーグでは 80% 超にも達している。

優秀な選手をとらないと地位は上がらないが、コスト管理が大変難しい。Deloitte (2007) p. 3

スノーカー(snooker:ビリヤードの源の玉突き)人気もテーブルの色鮮やかさが大きな原因とされている。TVは見映えが重要である。また第3章で論じるが、自社所有のスタジアムは借入の際に二次的担保として、クラブ資金調達に資するメリットもある。

次にクラブの収入構造を分解してみると総収入=入場料+TV放映権料+グッズ売上・広告料となる。英国プレミアリーグは収入面で他を圧して断然トップ、さらに入場料、TV放映権料、スポンサー(グッズ他商業含む)とバランスが取れているのに対し、他国リーグでは安定的な入場料の相対的割合が小さく、景気に敏感な放映権料に大きく依存する。やはり自前のスタジアムを持ち、観客動員を増強させることが重要である。

入場料収入拡大を図るためにはどうするか。入場料収入=客数×客単価×入場頻度となる。プレミアリーグでは設備稼働率(収容率)は93%、上位12チームでは96%に上る。つまり客数増加はスタジアム増設しかないのである。客単価についても入場料がプレミア創設時と比較、5倍以上にまで上がりこれ以上の値上げは難しい。そこでエリートの「プレミアリーグ」はスタジアムに続くチャンネル戦略として、有料ライブTVへ放映権を売ることによって売上アップを図っている。リーグが放映権を販売し、順位、放映に応じてクラブにその収入を配分する形式となっている。プレミアリーグのキックオフは英国の土曜午後3時、それがアジアでは同日夜10時か11時とゴールデンタイムとなるので、この点でもプレミアリーグは他のヨーロッパリーグに優位性がある。TVの映えも考慮すると豪華なスタジアムは絶好の装置である。これがまた広告料・グッズの販売にも好影響を与える。スタジアムが中心となって動いているのである。

## 第2節：プロサッカースポーツと経営破綻<sup>13</sup>

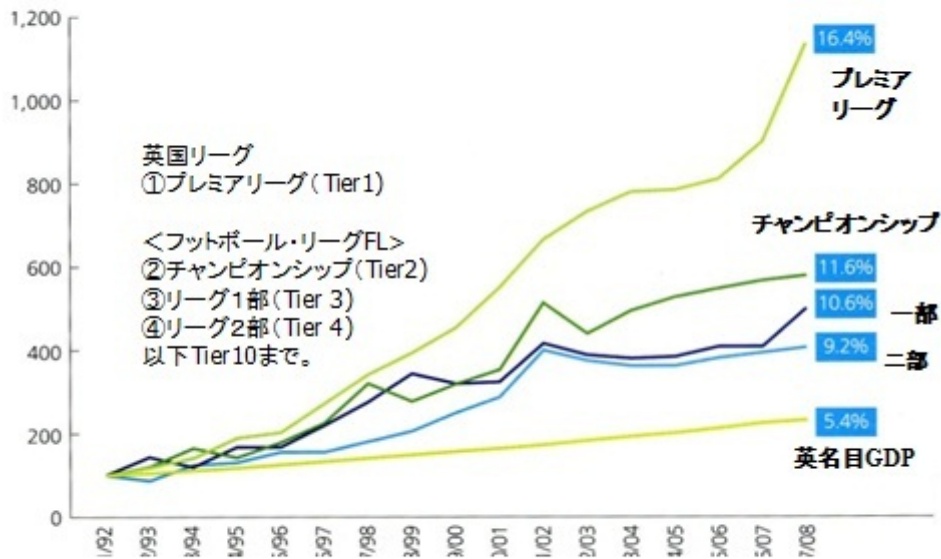
プロサッカーの世界で5大リーグといわれている英国プレミアリーグ(以下英PL)、ドイツ・ブンデスリーガ、イタリア・セリエA、フランス1部、スペイン1部等欧州プロサッカーリーグは2008年のリーマンショックも乗り越え、売上高は増加の一途である。その中で、英PLはドイツ・ブンデスリーガを引き離し、トップの売上高を記録している。下位リーグでも英国のGDP成長率を上回る成長率を記録している。

---

<sup>13</sup>本節は、西崎(2010b)を一部改変したものである。



**Nominal UK GDP growth rate and leagues' revenue growth, indexed, 1991/92-2007/08 (Index 1991/92 = 100)**



**図 3 : 英国名目GDP成長率と英国リーグ売上成長率 (1991/92を100として指数化)**

出典 : Deloitte(2009) p. 2

しかしその一方、トップのPLを含むイングランドリーグで1986~2007の20年間で倒産 (insolvency) (Appendix[1]参照)が68件(複数クラブが複数回倒産)も発生、特に2003年以降、法改正により倒産が急増している。それら倒産しているのはプレミアリーグの常連であるトップクラブではなく<sup>14</sup>、英国の地方都市に所在する中小クラブである。地方都市にあっては、地元プロクラブは地域の誇りで熱狂的な人気を誇っている。それらが倒産して消滅するとすれば、それは一スポーツにとどまらず、地域振興の問題にもなる。

<sup>14</sup> ただし、2010年に入り、プレミアリーグのポーツマス (Portsmouth) がトップリーグのクラブとして初めて倒産した。

At the time of entering insolvency the clubs were distributed across the league tiers as follows:

プレミアリーグ	Tier 1	0 clubs	プレミアリーグ
	Tier 2	13 clubs	チャンピオンシップ
フットボール リーグFL	Tier 3	16 clubs	リーグ1部
	Tier 4	19 clubs	リーグ2部
	Tier 5	10 clubs	
下部リーグ	Tier 6	6 clubs	
	Tier 7	0 clubs	
	Lower than Tier 8	1 club	

**表1: 倒産時のクラブ所属リーグ**

出典 : Beech et al (2008), p. 7

### 第3節 本章の調査の方法

先行研究については先に論じたとおりであるが、本章についてはサポータートラストに関する研究<sup>15</sup>に併せて、現地フィールド調査を2009年8月7日から18日まで英国にて行った。訪問先・インタビュー先として、英国政府関係サッカー団体サポーターディレクト、ロンドン大学 Birkbeck College, AFC Wimbledon 他プロサッカークラブ、トップリーグのサポータークラブ、サポータートラストを中心とした。帰国後、フォローアップの意見交換、情報収集を上記先行研究の著者である Sean Hamil (Birkbeck College) 及び John Beech (Coventry University) に対して行った。他に、欧州におけるプロサッカーリーグについての包括的な比較調査については毎年発行される Deloitte の Annual Review を参考にした。さらに税金に関する取り扱いについては英国国税庁 (HMRC) の HP<sup>16</sup>を参照した。

<sup>15</sup> 西崎 (2010a) 参照

<sup>16</sup> 英国国税庁 HP より。 <http://www.hmrc.gov.uk/payee/index.htm>

#### 第4節：サッカークラブ倒産とその問題点

以下の図は、英 PL20 チームの各クラブの賃金総額（縦軸）とリーグ順位（横軸）を 2007/2008 年シーズンで示したものである。回帰式の決定係数も 0.72 と高い。明らかに多額の資金を投入して優秀な選手を獲得すればチーム順位があがる。（そしてチーム順位が上がれば、クラブ収入が増大し、また優秀な選手を獲得できるという流れとなる）。この傾向は過去数年大きな変化はない。しかし勝負の世界であるので、もし何らかの理由で下部リーグに降格すると逆の流れとなる。



図4：英プレミアリーグにおける労働コストとリーグ順位の回帰曲線

出典：Deloitte(2009) p. 38

そのような英国プロサッカーで倒産を増加させている一番大きな問題は、選手の年俸の高騰である。前述の通り、高給選手を獲得すれば順位があがる可能性が高まるので、選手獲得競争が激しくなり、年俸が高騰する。売上高人件費率（＝人件費/売上高）の上昇は、人件費（選手の年俸）上昇率が、図3の通り一貫して上昇する売上高成長率より大きいことによる。その結果、売上高人件費率は2007/08シーズンでは、トップリーグのプレミアで62%、それに続く2部リーグであるチャンピオンシップでは87%にもものぼる（Appendix[2]参照）。チャンピオンシップからプレミアに昇格すれば、売上が急拡大するので、それを期待して無理な投資（補強）に走り、それがこの数字に表れている。日本の

中小企業の財務諸表を見ると全業種平均が 20%程度、人件費率が高い医療、介護でも 50-60%である<sup>17</sup>。この脆弱な財務構造が機関投資家から敬遠され、一時 30 クラブも上場していたのが、いまやメインのロンドン証券取引所オフィシャル・リストに上場するクラブはなく、数クラブがベンチャー市場に上場するのみになっている<sup>18</sup>。5大リーグの他の国を見ると、ドイツ・ブンデスリーガを例外とすれば、各国トップリーグも売上高人件費率抑制に苦勞しているのがわかる。(後述、第2章第3節参照)

下表2のFA英国サッカー協会加盟 92 クラブで見た売上と収益性の表を見ると、売上高人件費率の及ぼす結果が見て取れる。かろうじてプレミアリーグは全体としては営業利益が黒字であるが、下位リーグの営業利益はすべて赤字である。

Table 2.1: Revenue and profitability – the top 92 clubs

	2007/08						2006/07		
	Revenue £m	Change on 06/07 %	Operating profit/(loss) £m	Change on 06/07 %	Pre-tax profit/(loss) £m	Change on 06/07 %	Revenue £m	Operating profit/(loss) £m	Pre-tax profit/(loss) £m
<b>Premier League</b>	<b>1,932</b>	<b>26%</b>	<b>185</b>	<b>95%</b>	<b>(240)</b>	<b>16%</b>	<b>1,530</b>	<b>95</b>	<b>(285)</b>
Championship	336	2%	(102)	(36%)	(80)	(29%)	329	(75)	(62)
League 1	125	23%	(24)	(9%)	(18)	10%	102	(22)	(20)
League 2	65	3%	(8)	(60%)	(6)	(50%)	63	(5)	(4)
<b>Total Football League</b>	<b>526</b>	<b>6%</b>	<b>(134)</b>	<b>(31%)</b>	<b>(104)</b>	<b>(21%)</b>	<b>494</b>	<b>(102)</b>	<b>(86)</b>
<b>Overall</b>	<b>2,458</b>	<b>21%</b>	<b>51</b>	<b>n/a</b>	<b>(344)</b>	<b>7%</b>	<b>2,024</b>	<b>(7)</b>	<b>(371)</b>

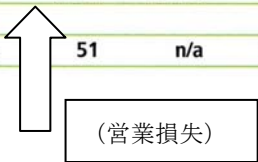


表2：トップ92クラブの売上高と収益性

出典：Deloitte (2009) p. 24

ではなぜ英国リーグはこんな状況になったのであろうか？人件費コストを抑制できなくなった要因は4つ挙げられる。

<sup>17</sup> 『中小企業の財務指標』 平成19年度版を参照

<sup>18</sup> ①ロンドン証券取引所公式(オフィシャル)リスト:0 ②代替投資市場(AIM):Millwall, Preston North End, Tottenham Hotspur, Watford1の4クラブ ③店頭市場(PLUS) Arsenal 1クラブ 合計5クラブ  
Deloitte (2010) p. 58

- 1) F A (サッカー協会) 規則 34 条の株主に対する配当制限の撤廃である。34 条の設定趣旨はプロサッカーの過度の商業化を防ぎ、サッカーのスポーツとして、また文化としての側面を維持するために 1899 年に導入された経緯がある<sup>19</sup>。その撤廃の契機になったのが 1983 年の Tottenham Hotspurs による持株会社上場である。クラブが親会社たる持株会社を設立し、それを上場したのである。これにより子会社のクラブが配当制限しても、親会社は配当制限できないので、クラブの利益が親会社経由配当として社外流出 (pay-out) されることが可能になった、すなわち配当制限が有名無実化された。またそれまで後見人 (custodian) として無償で働くことになっていた取締役 (director) に給料を払ってよいことになった。さらに上場会社 (親会社) であれば、当然利益をあげることが優先されるが、そもそもサッカークラブ (子会社) の定款にはスポーツ振興、地域振興、慈善事業が謳われており、そこで親子の間で目的に齟齬がでてくることになったのである。しかし、これに対して F A が異議を唱えなかったために一気にプロサッカーの商業化が進んだ。
- 2) 選手の保有・移籍原則の撤廃である。1995 年の欧州司法裁判所のボスマン判決<sup>20</sup>で、選手は、契約終了後はフリーとなった (以前は契約満了後も移籍が完了しない限り、元のクラブに選手登録権: player registration が残った。)。このため選手の登録権の売買が活発となり、年俸が急騰することになった。
- 3) 選手個々人の賃金キャップ (賃金制限) が E U 法で違法<sup>21</sup>となったため、これも選手

---

<sup>19</sup> FA 規則第 3 4 条: Oughton(2004)

Conn (2007): ドイツでは、サッカー協会はブンデスリーガのクラブ株式の 5 1 %を会員とファンが所有する仕組みを作っている。そしてクラブが所在する地元のコミュニティとつながりを維持するために、若者や貧しい人たちのために最低入場料を 9 ユーロ (約 1,000 円) にまで抑えている。一方英国プレミアリーグでは、その 2 ~ 3 倍を払わされている。

<sup>20</sup> ボスマン判決 European Court of Justice 15 December 1995

ベルギーのプロサッカー選手が欧州司法裁判所へ「移籍賠償金(当該選手の年齢と賃金で決定)」と「3+2 ルール (国籍条項: 各チーム外国人選手は 3 人まで。更に 5 年以上同国でプレーした外国人選手 2 人まで。)」が EU 間での労働の自由を保障するローマ条約 4 8 条 (改正後 39 条) に違反すると提訴し勝訴した事例である。Vrooman(2007)p. 2 footnote2、庄司(2003b) 50-51 頁

<sup>21</sup>年俸制限 (maximum wage): 選手への最高年俸をリーグで集団的に設定することは個々の選手の稼働能力に対する制限であるので「カルテル行為」として違法とされてきている。そこで代替案として、個々

年俸の上昇につながった。

4) 1992年のプレミアリーグ誕生等、プロサッカーの急速な商業化の進展に伴い、クラブ運営資金が巨大化した。そこで伝統的クラブ所有者である国内の地元篤志家(benefactor)では赤字ファイナンスができなくなったため、資金力豊富な外国人投資家のクラブ買収が急激に進んだ。

これらの背景にある大きな流れとして、英国がEU(欧州連合)に加盟(1973年)して以来、英国プロサッカーの運営も英国国内だけでは完結せず、むしろEU法<sup>22</sup>の適用を受けることが顕著になったことがある。英国国内では1972年欧州共同体法が制定され、欧州法と対立する法律は適用しない原則をとることになった。従って、強制適用しない場合にも条約上履行義務を負う。その意味で、サッカーは自らのクラブの判断だけで自由に運営することはもはや出来ず、リーグやクラブの運営がUEFA(欧州サッカー協会連盟)等外部上部団体や国際法の影響を強く受けるようになったのである。

---

のクラブが「サラリー・コストマネジメント計画：a salary cost management scheme」を設定することが検討されている。この仕組みでは、クラブは自らの売上の一定パーセンテージを上限として賃金を支払う制限を受ける。英国ではLeague2(tier4)と non-League の Blue Square Premier League(tier5)で採用されている。もう一つの代替案として「general performance-related pay：クラブの成績にリンクした給与」制度が昇格・降格、又はカップ戦での成績にリンクする賃金体系であるが、総賃金(wages)に占める割合は大変低い状況である。(Hamil et al 2010 pp. 132-133)

<sup>22</sup> 表3：EU法 出典：庄司(2003a)5頁 引用

「EC法規定が直接効果を有し、国内法に優越する結果、抵触する国内法規定は自動的に適用不可能となり、また、EC法に反する限りにおいて新たな国内立法措置を採択することができなくなる。しかし、EC法によって直接に国内法が改廃されるということではない」庄司(2003a)127頁 引用 **表3**

EU法(広義)(EU法(狭義)+EC法)		
EU法(狭義) (EU条約+実施措置など)		EC法 (EC条約+派生法など)
政府間協力(国際法)		超国家的法秩序
共通外交・ 安全保障政策 (CFSP)	警察・刑事司法協力 (PJCC)	域内市場(物・人・サービス・資本の 自由移動+競争法) 経済通貨同盟(単一通貨)

## The European Communities Act 1972 (UK)

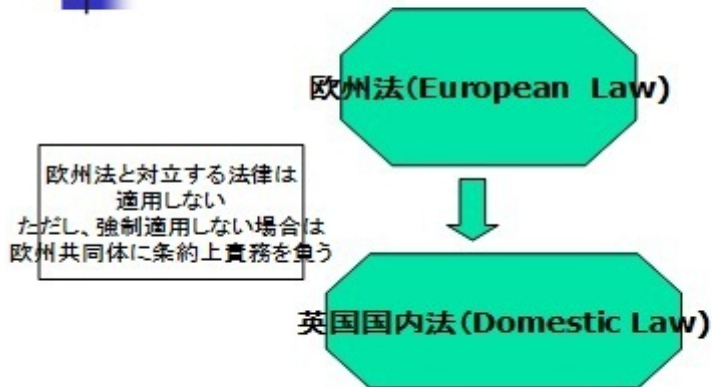


図5：欧州共同体法(英国)

出典：Mallison(2007) pp. 29-30 参考に筆者作成

### 第5節：英国プロサッカークラブ経営とガバナンス

商業化の流れとそれに伴う選手の人件費の高騰に対して、英国プロサッカークラブのガバナンスの仕組みは、どうなっているのでしょうか。法律面からの規律、業界規則、また上場会社であれば関係する任意取り決めのほか、ファンの経営参加によるサポータートラストが挙げられる。本節では法制度と業界規則に焦点を当てて論じたい。

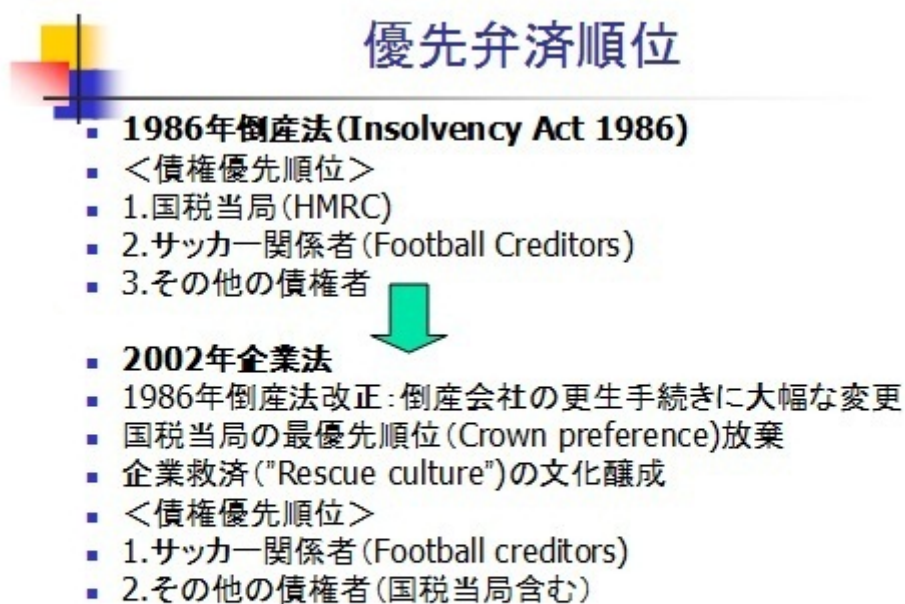


図6：企業統治の問題：  
英国プロサッカークラブの企業統治

出典：Holtt et al(2003) p. 124 を筆者一部改変

まず法制度として最近英国で一番論議を呼んでいるのが、債権（借入人側から見れば債務）の優先順位を規定する法制度の変遷である。「1986年倒産法」では優先順位、すなわち倒産した場合、どの債権から優先的に弁済されるかという法的順位のことを規定している。日本では国税が最優先で返済順位のトップに位置づけられる。英国でもこの1986年倒産法では国税が最優先であった。それに次いでサッカー関係者の債権、つまり選手の給料や社会保険料が第2番目にくる。それに対して普通の貸付金、預金及び無担保債権等は最劣後に置かれていた。（厳密に言えば、最後は債権以下のエクイティ部分を所有する株主が最劣後となる。）

1986年倒産法の時代においてすら、サッカー関係者債権が2番目に優遇されていたことに対して英国人でも違和感があったようであるが、2002年に企業法の制定によって1986年倒産法が改正され、国税が最優先債権から、一般債権と同順位に下落した。その結果として、優先弁済順位において最優先債権がサッカー関係者債権となってしまったのである。改正の政策目的は「企業救済の文化の醸成（Rescue Culture）」となっている。



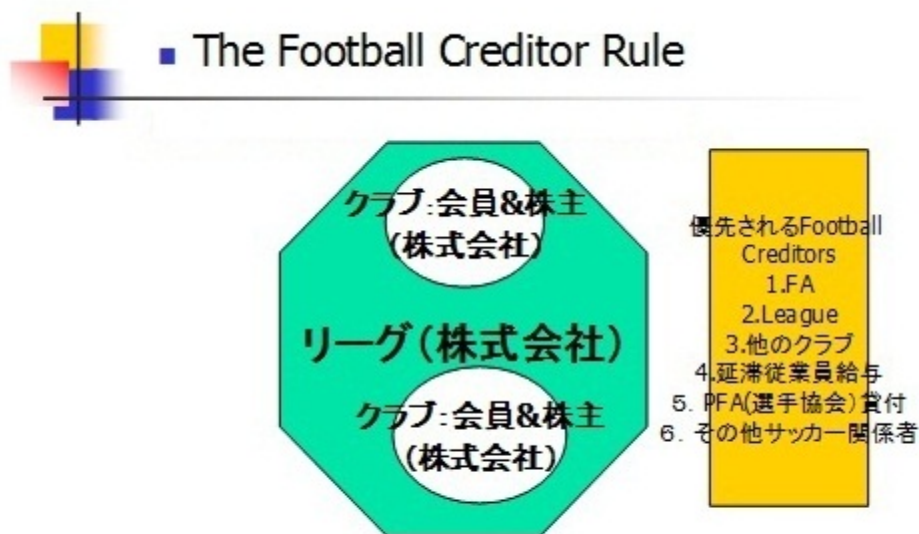
**図7：法制度(The Legal System)**

出典：Hamil et al(2010) 参考に筆者作成



サッカー関係者債権も、法律的には他の一般債権と同順位であるが、最優先される理由は Football Creditors Rule (サッカー関係者債権優先ルール) といわれる F A (サッカー協会) 規則によるのである。サッカークラブはリーグ内で試合を行うので集団 (collective) としてのみ生存できるコミュニティー (リーグの共同生産) であり、会員組織である。従って、内部の規則が法律に優先するとの論理からこの規則が制定された。

たとえば他のチームから優秀な選手を獲得したが、その移籍金を払わなければ、リーグの均衡が保たれないので最優先する場合もその論理である。国税は基本的には 100%回収されるのが当然で、もしそれが出来なければ、国民の税金が民間企業であるプロサッカークラブの赤字ファイナンスにつき込まれるのと等しいことになる。国税当局 (HMRC) は猛然と反撃して、裁判所 (Court of Appeal) に提訴して争ったが、「サッカーリーグ (FL) は会員組織であるので、自分たちの規則を制定する権限を有する」<sup>23</sup>との判決が出たのである。そこでリーグとクラブの関係を示すと次の図 8 になる。



**図 8 : 競争の統合**  
The Integrity of the Competitor

出典 : Hovell (2010) を参考に筆者作成

<sup>23</sup>国税当局 (当時 The Inland Revenue) は (Court of Appeal) 裁判所で football creditors rule の是非を争ったが、敗訴した。(Inland Revenue Commissioners vs Wimbledon FC (2004)) 本件の Wimbledon FC は、プレミアリーグから降格後更生手続き入りしたが、税金を滞納したため、国税当局が提訴したものである。

リーグは株式会社で、その中で各クラブはリーグの株主であり、リーグ会員となる。すなわちリーグとクラブは相互依存関係となるのである。またクラブは同じリーグの中で「競争 (competition)」と「協調 (cooperation)」に基づいて、ゲーム (サービス) の共同生産を行っている。従って、リーグとしては、クラブ間が不均等とならぬようにバランスをとることに集中するのは当然の行動となる。換言すると、リーグはサッカー関係者間の債権債務関係を整理し、リーグでの競争の均衡 (the integrity of the Competition) を最優先する。そこから Football Creditor Rule が誕生したのである。

この Football Creditor Rule はリーグでの競争の均衡を図るものであるが、クラブも難しい対応を迫られている。すなわち、Rule に則りサッカー関係者債務弁済を優先すると国税当局が和議 (CVA) <sup>24</sup>に同意せず、更生手続 (administration)<sup>25</sup>が遅延し、再建が困難となる。逆に国税債務を弁済するためにサッカー関係者債務を優先しない場合は、リーグがそのクラブにペナルティ (勝点の減点) を課すので、クラブは降格の可能性が高く、業績が悪化するはめに陥る。リーグの順位表を見ると「ただし、勝ち点減点」との表示が見られ、競争の興味がそがれる。クラブは国税当局を敵に回しても、サッカー関係者を優先し、財務的には国税を払えないと逃げる事が出来るので、実際にも払わないという悪循環になっている (Appendix[3]参照)。

実例を見るとその国税回収率の低さは著しい。

---

<sup>24</sup> CVA(Company Voluntary Arrangements): 比較的小規模で簡易な企業再建に利用される手続き (和議) である。債権者の話し合いによって債務カットが行われる。再生手続きが実施されている場合は、更生管財人 (administrator)が和議の提案を行う (田作(1998),79-84 頁要約)

<sup>25</sup>更生手続 (Administration) : 更生の申し立てを指す。企業もしくはその取締役または債権者が裁判所に対して申し立て (petition) をなすことにより行われる手続きである。更生の申し立てにより、債権者の権利は凍結状態 (企業にとってはリハビリテーション) となり、裁判所の任命にかかる更生管財人 (administrator) が業務運営・財産管理等に従事し、更生計画案を作成する。存続企業体 (going concern) としての価値が清算 (Liquidation)する損失よりも上回ると判断されるときに提案される。アメリカの Chapter11 と同様、マクロ経済 (特に失業の防止) に資するとの立法趣旨から制定された。更生手続が和議手続 (Company Voluntary Arrangement)と併合利用されたり、清算手続に移行したりすることが想定されている。(田作 1998, 84-95 頁 要約)

国税滞納クラブ	国税額	支払予定	残額	回収率
Leicester City(League 1)	£7m	£700k	£6.3m	10%
Leeds United(League 1)	£6.8m	£680k	£6.1m	10%
IpswichTown(Championship)	£5m	£391k	£4.6m	8%
Bradford City(League 2)	£2.6m	£26k	£2.58m	1%
Luton Town( League 2)	£2.5m	275k	£2.2m	12%
Bournemouth(League 2)	£1m	£100k	£900k	10%
Huddersfield Town(League 1)	£723k	£101k	£622k	14%
Oldham Ath.( League 1)	£520k	£260k	£260k	50%
Notts County(League 2)	£487k	£96k	£391k	20%
WimbledonFC(now MK Dons) (League 1)	£460k	£0	£460k	0%

表 4 : 国税滞納クラブと回収率 (単位:m:100 万、k:1,000)

出典 : Grant (2008) を要約の上、筆者作成

回収率は最高でも 50%、回収率 0%もあるので、10%が一般的な回収率に見える。クラブの経営者は「国税はいわば銀行の当座貸し越し枠 (overdraft) である。便利である」と考えていると非難されても反論できないであろう。そんなサッカークラブのガバナンスが今きびしく問われている。

先に英国が EU に加盟して以来、EU の規制を受けるようになったと記述したが、欧州委員会 (European Commission、EU の政策執行機関) によれば、スポーツは特殊性 (specificity) がある。従って、その競争、雇用については特別の法的配慮を必要としている。これが問題を難しくしている。リーグの激しい競争状態を維持するためにクラブを平等に扱い、その原動力となる選手の給料を最優先債務とすることになっている。

売上高人件費率が下方硬直性を持つ状況下で、コスト削減のための資金調達に目を向ける必要がある。プレミアリーグのビッグクラブでは、スタジアム満員率は 90 数パーセントであり、常に満員が予想される。そこでは入場料収入を証券化するスキーム他種々のファイナンスも成り立つ。またソフトローンと呼ばれるオーナーからの無利子貸付が大きな比重を占めている。このソフトローンを資本に振り替えるとプレミアリーグクラブでは実質

純資産はプラスになる。また銀行借入も重要な資金調達手段である。ただし英国の銀行取引は日本におけるメインバンク制度ではなく、取引ごとのファイナンス（プロジェクト・ファイナンス）と考えたほうが妥当である。それでも英国ではほとんどのクラブがスタジアムを所有しており、二次的に担保として利用できるのも、銀行借り入れの際にも有利に働くのは日本と同じである。プレミアでは入場料収入、放映権料収入、スポンサー・グッズ販売収入と銀行にとっても企業金融（コーポレート・ファイナンス）として十分取り組める案件と判断されているので銀行取引が大きな比重を占めている。問題は降格せずプレミアリーグにどれだけ長くとどまれるかであろう。

しかしそれが期待できない大多数の中小クラブはどうするか。地方の中小クラブは今まで述べてきたように Football Creditors Rule に甘えて、国税延滞金の切捨てを期待するだけであろうか？英国サッカークラブをとりまく利害関係者（ステークホルダー）を見ると、やはりあるべき解決方法は、サポーター・地域住民による地元プロクラブへの資金支援であろう。サポーター及び地域の住民が地元クラブを支える方向である。

## 第6節：まとめ

英国プロサッカーリーグの最大の問題点は、サッカーを「競争的スポーツ」としてしか認識せず、チーム成績をビジネスに優先させることである。ファンのみならず、経営者もその考え方が抜けないため、選手獲得で過当競争となり財務面で脆弱となる（win-maximizing sportsman owner：Vrooman（2007））。現時点までは、倒産するクラブがあっても、外国人投資家も含めた投資家によって赤字ファイナンスが補填されてきているが、今後とも継続できる可能性は低い。

スポーツファン、特にサッカーファンは非合理的（irrational）である。自らのチームが上位リーグに昇格したり、欧州のチャンピオンズリーグへ進出することを信じて疑わない。またそれらの試合は多額の賞金がかかっている。そこでファンも経営者も財務規律を無視して過大投資に走る可能性がある（Championship effect：Vrooman（2007））。過大投資を行ったが成功せず、私的整理に陥った Leeds United の例（第3章第1節参照）は有名である。最優先すべきは、クラブの財務規律を回復することである。そのためにEU法上、法律違反となる個別選手に対するサラリーキャップ制ではなく、リーグ主導で各クラブの売上高人件費率のキャップ（上限）を設定するか（違反した場合、ペナルティを課す）、チーム成績に連動する変動給与部分（performance-related）を増やすことも含めた売上高人

件費率抑制手段をとることである。またクラブのマネージャーも含めて経営陣に財務感覚を持った人材を登用する必要がある。

プレミアリーグクラブの一部トップクラブを除けば、クラブの方向性としては、地域に根ざし、サポーターからの支援でクラブ運営を行っていくことであろう。そのためにはクラブがファン自身のものであることが必要である。そのためには単なるファンクラブではなく、自ら株主として経営に参加するサポータートラスト(Supporters' Trust)の動きは今後ますます注目されるであろう。

日本でのサポータートラスト成立の条件としては、①サッカーが国民的スポーツとして認識され、サポーターの層が厚くなり、その中から各クラブでクラブ運営をつかさどる人材が生まれること②サポータートラスト立ち上げのための支援機関が国の助成で誕生すること等が挙げられる。日本のプロサッカーの歴史は浅く道のりは遠いが、これから取り組むべき課題であろう。

日本のJリーグも将来国際化志向・拡大志向を強めると、ヨーロッパ5大リーグが抱える売上高人件費率の制御の問題が出てくると思われる。

## 第2章 プロサッカークラブのガバナンス

### 第1節：ガバナンス（企業統治）の定義

企業（会社）観は学問分野によって異なる。

1) 法学、特に会社法学では、会社と株主の間、株主相互間、株主と債権者等の間の権利と義務の関係、紛争解決のルールが規定されている。したがってガバナンスの目的は株主の合理的期待に応えることとされている。

2) 経済学では、エージェンシー理論を前提に、株式会社への出資者としてプリンシパル（本人・依頼人）である株主の利益を実現するように、経営を委託するエージェント（代理人）たる経営者を規律づけることがガバナンスの任務と考える。

以上、ガバナンスとは、法学や経済学では、株主の合理的期待に応えるための制度や慣行、または株主の意思を経営に反映させるための制度と定義される。すなわち、どのような基準が採用されるべきかとの規範論的な観点から「よい経営」を判断する基準を検討している<sup>26</sup>。

3) これに対して、経営学では、より実態論的な観点からガバナンスの問題を捉えようとする。そうした学問分野によってガバナンスの捉え方の違いのほかに、国によって捉え方が異なる。イギリスやアメリカでは会社用具観（法人名目説）が主流である。会社は株主

<sup>26</sup> 「会社は誰のものか」の議論にはここでは立ち入らないが、岩井克人（2005）（2009）で会社二階建て論を展開している。なお岩井は法人名目説、法人実在説との分け方をしている。

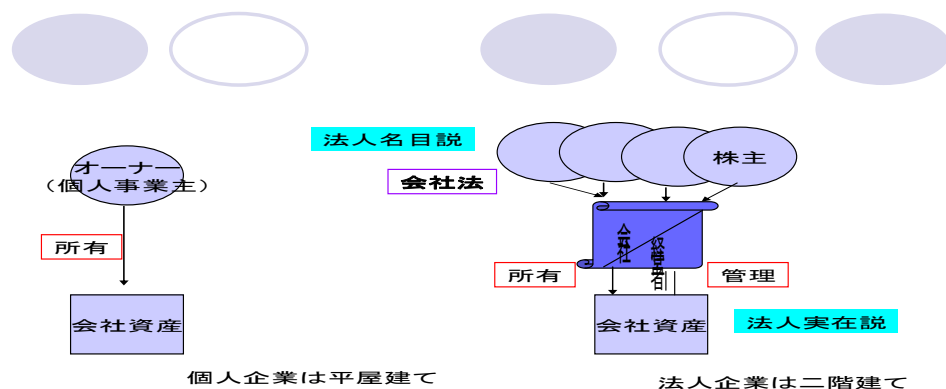


図9. 会社は誰のものか：会社二階建て論

出典：岩井(2005)27頁、同(2009)189-194頁を一部改変

の用具であるとの見方であり、「会社は株主のもの」との前提がある。したがって株主利益の最大化が「よい経営」の唯一のメルクマールとなる。それに対して日本やドイツで定着しているのが、会社制度観（法人実在説）である。会社がそれ自体としての存在意義をもつ社会制度、すなわち公器であるとの考え方である。ここでは「会社は誰のものでもない」と考える。そこでは、「よい経営」とは、健全な形での「会社の成長と存続」が実現する経営で、そのためには資本と労働の協働が欠かせない<sup>27</sup>。本論文でも、実態論を基にガバナンスの問題を取り上げて行きたい。

伊藤（2005）によれば、ガバナンスの定義として、さまざまな利害関係者の利害を経営に反映させる仕組みとされる。ガバナンスの理論（theories）の標準的枠組みは、ガバナンスをプリンシパル・エージェンシー問題とみなす。そこではエージェントが統治される者、すなわち経営者となる。統治する側のプリンシパルとして、株主、債権者、取引相手、従業員、地域社会等、会社のさまざまな利害関係者とする。その上で、ガバナンスが解決すべき問題としては、①統治される経営者の規律付け（基本的な問題）②利害関係者間の利害対立③利害関係者内の問題がある。

それらの問題に対処する仕組として、①直接的介入として、法的な義務を果たさない経営者を相手どって、株主代表訴訟を起こすことができる。②株主が経営者の活動を監視する役割を委譲するモニタリング委譲がある。その役割を果たすものとして、取締役会、市場（敵対的買収、委任状争奪）、支配株主、金融仲介機関（銀行、年金基金等）がある。③間接的インセンティブとして経営成果に依存した経営者報酬が挙げられる。

英国では企業ガバナンスとは、企業を運営する方法を統治するすべての要素に関係するとされる。サッカークラブも会社として登録されるので、企業ガバナンスの制度によってその経営が直接的に影響を受ける。ガバナンスの制度は企業行動に影響を与え、制限を加える法律、規準、規則等を含むものである。利害関係者（ステークホルダー）とは、組織において法律によって認められた利害関係（stake）をもつ個人または会社を言う。英国会社法では有限会社（limited company）は株主だけの利益を代表するものではないとしている。すなわち債権者、従業員までを利害関係者としている。しかし実社会では、利害関係者とは、更に広く、株主、債権者、従業員、一般大衆をも含むものとしている<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> 加護野他（2010）7-18頁

<sup>28</sup> Holtt et al(2003) p. 124, p. 129

## 第2節：クラブの所有形態(ownership)とガバナンスの問題

サッカークラブは、当初は会員(member)の選出する委員会(committee)を持つクラブとして組織された<sup>29</sup>。しかし、1885年サッカークラブのプロ化が始まり、クラブ規模が拡大するに伴い、委員会会員の過重になった責任を限定するために、有限会社(limited company)の株主(shareholder)によって所有される私的会社(private company)に転換した。1983年 Tottenham Hotspur がロンドン証券取引所に上場するために、親会社(持株会社)を PLC(Public Limited Company 公開有限責任会社：公開会社)(Appendix[4]参照)として設立するまでは、20世紀の大半の時期においてクラブは私的会社(非公開会社)として運営されていた。そのクラブの所有者は地元の篤志家(Benefactor)であり、クラブの赤字を引き受けるのが責任であった。

英国に限らず、プロサッカーは売上高人件費率が高位安定している一方、リーグ順位によって売上高の大きな変動が起こるリスクの大きなビジネスである。そこで英国のプロサッカークラブ(株式会社)は選手補強を最優先に扱い、投資金額が嵩むスタジアム整備を後回しにしたことが、1988年のFAカップ準決勝ヒルスバラの大事故につながった。この事態を重く見て、従来は民事不介入を唱えていた政府がスタジアム改装・新築に補助をおこなったこと、また有料TVの普及が重なって人気コンテンツとしてのサッカー人気が急上昇した。巨大なスタジアム新設の資金調達を目的として、プロクラブが続々と上場を試みた。その際、上場のためのPLCを親会社として設立したことが、スポーツ振興・地域振興を目的とするクラブと、利益を追求する親会社の目的の齟齬をきたすこととなった(図10)。会社法では、役員が子会社役員を兼務し子会社との利益相反の問題が発生する場合、親会社の利益を優先することを要求するからである。

そこで親会社(持株会社)は、サッカークラブ(子会社)自体では制限されていた取締役に対する報酬支払いを実施し、配当金の支払い制限(額面の5%)を上回る配当を上場持株会社(親会社)で実施することができるようになった。一種のFA規則逃れの仕組みであったが、FA自体が反対しなかったため、黙認された形となり、規則の形骸化につながった。

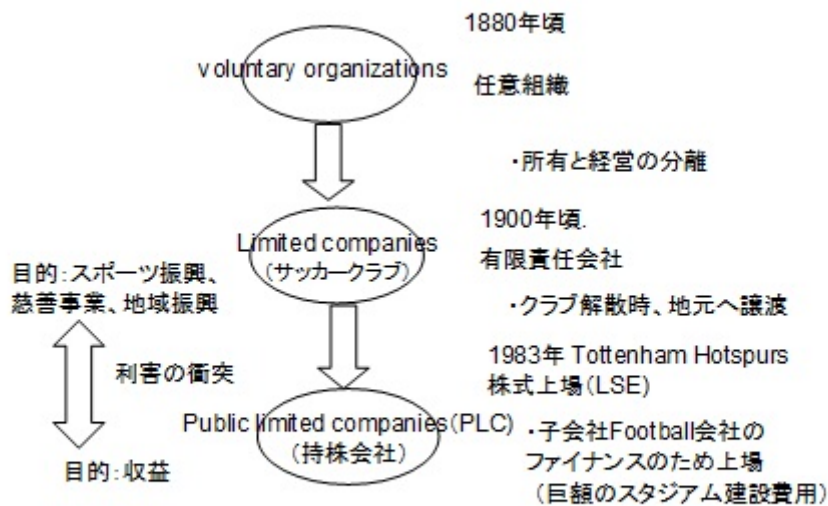
この他に後年外国人投資家がクラブを企業買収してオーナーとなる事例や、ファンが相

---

<sup>29</sup> Hamil et al(2010)p.18



互会社を設立し、会社経由クラブ株式を共同で購入し、その結果としてクラブに取締役を送り出して、経営参加する動き（サポーター trusts）が出てきた。まさにクラブの所有形態が変化すれば、それに応じてクラブ運営の問題、すなわちガバナンスの問題が発生する。



**図10: 英国プロサッカークラブ組織の発展とガバナンス問題**

出典: Holtt et al (2003) を参考に筆者作成

#### 1) 上場 (Tottenham Hotspur 他)

1983年 Tottenham Hotspur 上場の後、それに続くクラブはなかったが、1990年代後半から2000年代前半のサッカーバブル期には、最大30クラブが上場した。しかし、サッカービジネスに収益性が期待できないこと、従って機関投資家の購入意欲が減退し流動性に不安があることから、売買取引は細り、発行者であるクラブにとっては、上場維持費用の負担だけで資金調達は難しい状況となったため、続々と上場廃止となった。このため現在ではロンドン証券取引所公式リスト (LSE) での上場クラブはなく、資金調達額が小さいベンチャー企業を中心とする代替投資市場 (AIM: Alternative Investment Market) に Tottenham Hotspur 含め4社が上場、他に、資金調達の場 (株式発行市場) ではなく流動性付与のための株式売買市場である PLUS に、Arsenal 1社だけが参加している状況である<sup>30</sup>。

<sup>30</sup> Deloitte (2010) p. 58

英国サッカークラブで最初に上場を果たした Tottenham もメイン市場から代替市場（AIM）へ上場替えを行った。

クラブにとって、上場することの利点としては、①投資家とのコミュニケーションが改善する。クラブに合同規準（Combined Code）が適用になり、最良慣行（best practice）に従うことによってクラブの透明性、説明性が増すからである。AIM 上場会社や PLUS 参加会社は合同規準の対象会社ではないが、規準に従って開示することが望ましいとされている。これに従い、AIM の Tottenham や PLUS の Arsenal も、規準に適合するように年次報告書において開示を行っている。ただし、日米の規則主義とは異なり、英国は原則主義を採用している。このため、原則、規準に従うことを要求するが、もし従わなくても別の方法でガバナンスが確保されるのであれば、説明することを前提に認めている。その説明を投資家が了解するかどうかは、会社の自己責任となる。②クラブにとって返済不要の自己資金を直接調達で調達できる。すなわち、返済が必要である他人資金を銀行経由借り入れる間接調達に比較して、企業の経営自由度は高い。③株式市場での売買による価格変動により、当該企業に対する市場（投資家）の評価を知ることができる。すなわち、市場経由のガバナンスが効く。

他に、株主から見た利点は株主総会に出席して発言する権利を有することである。また年次報告書を取得できる。

対して、クラブにとっての欠点は、①クラブが最良慣行を行っても、投資家の期待に応える収益をなかなかあげられない。②クラブにとって定期的開示に関わる事務コスト他、上場維持費用がかかる。特に、サッカークラブ株式は流動性がないので売買高が少なく、単位コストが高い。③クラブが敵対的企業買収の対象になる。この点については、上場する意味が、一般投資家に対する当該株式の自由な売買を保証することであるので、避けられない。

他に、株主から見た欠点は、零細個人株主では発言権が小さいことが挙げられる。

## 2) 外国人投資家（Manchester United, Chelsea 他）

英国リーグでは、クラブが所在する地元の篤志家が経営を担ってきたが、サッカービジネスの商業化、グローバル化の進展に伴い、動く資金量が激増したため、オーナー経営者では資金負担が出来なくなり、クラブの転売先を探す動きが活発化した。そこに登場した

のが、外国人投資家である。1997年にエジプトのアルファイド氏（Mohammed Al-Fayed：高級百貨店ハロッズのオーナー）が、ロンドンのクラブである Fulham を買収したのが最初であった。2003年以降、トップリーグのプレミアリーグで20チーム中8チームが、それに続くリーグであるチャンピオンシップリーグでは、3分の1のクラブが外国人投資家を中心とした新しい投資家にクラブ所有権が変更になっている<sup>31</sup>。

近年の特徴として、英国の篤志家がかつてそうであったように、クラブ所有を名誉として、又は自らが果たせなかった夢と考え買収する外国人投資家（例えば Chelsea のアブラモビッチ氏）がいる一方、サッカークラブ買収をあくまでビジネスと捉え、投資効率を極大化するためにレバレッジを効かせて LBO<sup>32</sup>で企業買収する投資家（例えば Manchester United のグレーザー氏）が増えてきた。

クラブにとっての利点としては、①クラブは資金難（赤字）を解消できる。さらに豊富な資金力を背景に、有力選手を獲得し、チーム成績を上げて、クラブの経営を拡大できる<sup>33</sup>。②サッカーをスポーツビジネス化して経営の近代化を図れる。

クラブにとっての欠点としては、①外国人投資家は、クラブ所在の地域・ファンとの係わり合いが小さいので、地域密着のクラブ経営を行わない危険性がある。②特に LBO で資金調達した投資に顕著であるが、借入金の元利払いのために、クラブ財政が不安定になる可能性がある。③入場料他を値上げすることで、ファンの利益を疎外する。

### 3) サポータートラスト（AFC Wimbledon 他）

クラブのファンが相互会社（“サポータートラスト”の名称で呼ばれる）を設立し、その会社経由でクラブの株式を共同購入し、株主としてクラブに取締役を送る等して、ファ

---

<sup>31</sup> Deloitte(2010)p.58、Hamil et al(2010) p .26

<sup>32</sup>企業買収手段の一つで、買収対象企業の資産および将来キャッシュフローを担保にして買収資金を調達し、買収を行うものである。（山下（2009）243頁から引用）

買収資金のほとんどを、買収予定のクラブ資産を担保に銀行借り入れでまかなう手法である。

<sup>33</sup> Deloitte(2010)p. 60 では、次のように述べている。

「プレミアリーグで一番借金が多いクラブが、リーグ成績が一番良く、そして売上高も一番多いクラブである。それらは外国人篤志家からの巨大な借り入れを享受するクラブと、近年新しいオーナーによって買収されたクラブである」

ンの経営参加を図る仕組みである。サポータートラスト内部での意思決定は、一人1票の民主的方法がとられている。サポータートラストは、サポーターがクラブの顧客（消費者）であり、投資家（株式及び資金貸出）であり、経営者（経営参画）にもなるスキームである。

利点として①ファンの経営参加が可能となり、零細個人株主でも経営意思決定に関与できる。②クラブはファン、地域からの資金面、営業面で支援を受けることができる。

欠点としては、①資金力が小さいため、大手のクラブの経営再建に活用できるか不明である。②財政面、トラスト設立・運営において、独立アドバイス機関であるサポーター・ディレクト経由で政府が支援しているため、将来的に自立して運営できるかどうか不明である。③クラブの実力にあったクラブ経営（選手補強においても保守的な財務運営）を行うため、それがクラブの成績に結びつくか実証されていない。サポータートラストについては、第4章で詳しく述べることとする。

### 第3節 他のリーグの状況

英国のプロサッカーリーグの特徴を明らかにするために、他のリーグの状況を見たい。以下に見る通り、各国のサッカーリーグは歴史と文化の違いによって、クラブの所有形態はさまざまであり、したがってガバナンスもさまざまである。

英国リーグの動きのひとつとして、相互会社方式によるサポータートラストがある。スペインの会員制組織を模範としているが、多数の会員でクラブを直接所有する会員制組織を運営することは難しく、それに替わる次善の策として、相互会社方式で株式を共同購入し、その上で役員をクラブに派遣するという間接統治形式をとっている。倒産がトップリーグのプレミアリーグにまで及んでくる中、サポータートラストへの期待は大きく、動きはヨーロッパ大陸へ逆流しているほどである。

リーグとして健全経営を行っているのは、非営利会員組織としての色彩が強いドイツリーグと、国がスポーツに積極的に介入しているフランスである。それ以外のリーグでは、財務面でクラブ運営が厳しい。

#### 1) ドイツ

中心となるドイツサッカー協会（DFB）が、プロサッカーリーグの業務を、ドイツリーグ連盟に運営を委ねている。ドイツリーグ連盟はドイツリーグ1部と2部のクラブで構成さ

れている。すなわち、ドイツではクラブがリーグの運営の責任を負っている。1部・2部の業務運営のために、ドイツリーグ連盟は別途ドイツサッカーリーグ会社 (DFL) という私的会社を創設している。このDFLが実際のリーグ運営の実務を行っている<sup>34</sup>。

ドイツでは、伝統的にクラブは非営利会員組織である。そのため、財務情報の公開は制限されていた。しかし、1998年以來、会員組織の子会社有限会社として組織変更が可能となり、リーグ36クラブ中、17クラブが組織変更し、上場クラブも出現した。ドイツのクラブはたとえ上場しても、非営利の会員制組織がクラブを所有し及び経営意思決定を行う。そのための仕組みとして、サッカー協会 (DFB) 規則で会員制組織が50%+1票を保持することによって、個人に過半数の株式を持たせない。これによって外国人所有を制限している。

こうした仕組みによって、ドイツリーグでは、売上高人件費率は39%と大変低いこともあり、全クラブが黒字であり、健全経営を維持できている。この基調は1963年ブンデスリーガ設立以來続いており、倒産したクラブは未だない。課題は、(各国でプレーするドイツ人選手を集める) 国の代表チームは強いが、ドイツリーグの個別クラブは財政面から有力選手を獲得する競争力はなく、クラブレベルは強豪とはいえないことである<sup>35</sup>。

ドイツ・ブンデスリーガで注目されるのは、選手の賃金決定方式である。通常事前に決まる (ex ante) 基本給与とチームの成績にリンクする変動給与部分 (選手年間給与の5~30%) で構成されており、実証研究によれば、財政状態の悪いクラブでは変動部分が大きく、豊かなクラブでは小さくなっている。一般的には、変動給与の割合が大きいほど、チームの成績に良い影響を与える。勿論、ヨーロッパサッカーの財政危機は、ブンデスリーガにも影響を及ぼしており、財政状態が厳しいクラブが一部にはあるが、最終的には倒産の懸念はない。一つには、クラブの監督が賃金抑制に成功しているからである。もう一つは政治のエリートのうち篤志家会員が銀行に公的保証とコベナンツ (財務制限条項他) を提供し、そしてクラブのスタジアム建設に補助金を拠出したりすることで、クラブを救済するからである<sup>36</sup>。

## 2) フランス

フランスは、プロスポーツの管理でユニークな方法を採用している。目的は、シーズン

---

<sup>34</sup> Woratschek et al (2007) p. 163-185

<sup>35</sup> Hamil et al (2010): p. 30

<sup>36</sup> Frik (2006) pp. 492, 495

途中でのクラブ倒産を回避することである。このために、フランスサッカー連合の内部委員会である国立管理局 (DNCG) が「フランスサッカーの警察官」の役割を担って、国の監査役としてクラブの会計をチェックする。もし違反が発見された場合には、罰金、選手の新規獲得禁止、降格などの制裁を加える<sup>37</sup>。

クラブは、1901 年法 (freedom of association law) に縛られ、伝統的にクラブは非営利組織とされてきた。しかし、1999 年法改正により、クラブはプロスポーツのための公開会社 (Societe anonyme sportive professionnelle) になることが許可された。その結果、有限会社となり、収益を挙げて取締役へ報酬支払いが可能となった。公開会社になったにもかかわらず、当初には政府はクラブの上場を許可しなかった。しかし、その政府の対応は自由な資本移動を認める EC 条約違反とされ、2006 年によりやうやくクラブの上場が認められたが、現状 2 つのクラブしか上場していない。依然としてクラブは一人の個人株主が所有する形態が中心となっている。

フランスもドイツと同様に、政府の介入もあり全クラブが黒字を維持できている。個別クラブレベルでは、専用サッカー場ではなく公営スタジアムを使用しているため、競争力が低い<sup>38</sup>。

### 3) イタリア

イタリア産業全般と同様、クラブは富裕な個人、ファミリー、企業の傘下にある。私的会社が多い。しかし、リーグの中には Juventus, Lazio, Roma と 3 クラブが上場を果たしている。問題は上場株式の浮動株数が少ないために、一般投資家が購入できないことがある。どこのクラブも赤字経営で、クラブ所有が勳章 (Trophy asset) との位置づけとなっている<sup>39</sup>。

サッカービジネスで考えると正当化できない投資も、政治的に、商業的に、または産業として広い視野から見れば理解できる。これら富裕なビッグクラブは今後も引き続き財務資源を投資することが可能であるが、それはオーナーのイメージ、消費者とのコミュニケーション、そして PR の分野での「外部経済」を勘案しなければならない。このようなクラブ経営を行っているため、公営スタジアムでプレーしていることもあり、英国リーグと比

---

<sup>37</sup> Desbordes (2007) pp. 85-107

<sup>38</sup> Hamil et al (2010) pp. 30-31

<sup>39</sup> 前掲書 pp. 30-31

較するとイタリアリーグは遅れている。特にスタジアム・マネジメントとクラブのブランド・マネジメントが問題である<sup>40</sup>。

#### 4) スペイン

スペインのクラブは会員制組織を基本としていたが、リーグのリーダーシップの欠如、商業化の圧力、コスト高騰等によって、クラブが財政危機に瀕したことを契機に、1990年に政府はSAD (a joint-stock sporting company : 有限責任の合同株式会社スポーツ会社) 制度を導入した。その際、スペイン政府はスポーツ法 10/1990 を制定し、赤字クラブに資金援助し赤字を解消した。その結果、42クラブの大多数が、財政難を理由に会員制組織からSADに転換した。会員制クラブとして残ったのは算定期間に黒字を維持したクラブだけで、FC Barcelona 等4クラブだけが、一人1票の民主的ルールに基本をおく会員制組織として継続を許された。英国で始まったサポーター trusts は、FC Barcelona 等の会員制組織を目標にした動きである<sup>41</sup>。

### 第4節：英国プロサッカークラブのガバナンスの仕組み

英国においては、1980年代後半から、1990年代初めにかけて、経営者による独走や不正な会計報告を背景として、大企業における不祥事の発生や企業倒産が相次いだ。このような不祥事に対して、1991年にキャドベリー卿を委員長とするキャドベリー委員会が設置されるなど、リスクマネジメントへの取り組みが開始された。英国でのリスクマネジメントへの取り組みを一覧表にまとめると、以下の通りである。

1980年代後半～90年代初め	大企業による不祥事や企業倒産、業績の低迷→(原因)個性の強い経営トップ層の独走、不正な会計報告
1991年	キャドベリー委員会設置(学会、監査法人、法曹界、証券取引所からなる)
1992年12月	キャドベリー報告書(取締役会および会計監査役のアカウ

<sup>40</sup> Lago (2006) pp. 470-471

<sup>41</sup> Hamil et al (2010) pp. 29-30

	ンタビリティ強化、非業務執行役の登用による取締役会の実効性の確保)
1995年7月	グリーンベリ報告書(役員報酬制度の明示と適正な運用)
1998年1月	ハンベル報告書(「企業統治の原則」を提案)
1998年6月	上記の3報告書を基に、「合同規準」(The Combined Code)を公表→ロンドン証券取引所は、改正上場規則を公表 1998年12月31日以降に到来する会計年度の年次報告書に、「合同規準」に対する遵守状況を開示することを求める

表5：英国のリスクマネジメントへの取り組み

出典：大和総研経営戦略研究所(2009) p.134 一部改変

(1) 合同規準(Combined Code) 1998年6月発表

上場企業に対するガバナンスとして、Combined Code(合同規準:CCCG:The Combined Code on Corporate Governance 2008)がある。ロンドン証券取引所公式リスト(LSE)の上場会社が遵守する義務を記載した規準(“Code”)である。FRC(Financial Reporting Council:財務報告協議会)によって定められた「企業ガバナンスに関する規準(Code on Corporate Governance)」(ハンベル報告書1998年)及び「模範となる規準(Code of Best Practice)」(キャドベリ報告書1992年・グリーンベリ報告書1995年)を合わせた合同規準を指す。

(特徴<sup>42</sup>)

- 1) よい企業ガバナンスは効率的、効果的、そして企業家精神にあふれた経営を促進することによって、長期間にわたり株主価値を提供することを可能にする。この合同規準

<sup>42</sup> Financial Reporting Council(2008)pp.1-3 抜粋:

FRCとは英国の独立規制機関で、投資を促進するために高品質の企業ガバナンスと報告を促進する責任を負う。英国企業ガバナンス規範を通じて、高水準の企業ガバナンスを推進する。企業の財務報告や保険経理処理の基準を設定し、会計・監査基準をモニターし強制する。同時に職業会計法人の規制活動をチェックし、会計士やアクチュアリーを巻き込んだ公益の事例について独立の懲戒処分を行う。企業ガバナンス、監査、アクチュアリー業務、財務報告、そして会計士やアクチュアリーの専門性は強い関連がある。FRCの責任と機能の広がりを実効性を強化する。(http://www.frc.org.uk/about/ 2010/11/01)



は FRC によって発行され、これらの結果を支え、企業報告及びガバナンスへの信頼を促進する。

- 2) 合同規準は厳密に定義された規則ではない（原則主義である）。企業は完全に、または相当程度に条項に従うことが期待されているが、もし他の手段でよいガバナンスが達成されるなら、合同規準に従わなくても正当化される。従わないための条件として、その理由を株主に説明する必要がある。そうすれば株主は会社と状況について議論を希望するかもしれないし、議決権行使の際に影響を受ける可能性も出てくる。この「従うか、そうでないなら説明する（comply or explain）」というアプローチは、合同規準が 1992 年（キャドベリー報告書）に始まって以来、ずっと続いている。
- 3) 上場規則では、ロンドン証券取引所公式リストに上場している英国の会社に対して、年次報告書・財務報告書に企業ガバナンスの状況を記述しなければならないと定められている。その場合、2つの視点がある。第一に合同規準の主な原則を堅持すること、第二に合同規準の条項のどれかに従わないことである。それらの記述が株主に対するよい慣行（good practice）の基準として、合同規準に関しての当該企業のガバナンス状況の、明確かつ全般的な説明となるべきである。
- 4) もし企業が、合同規準の一つまたはそれ以上に従わないとする場合、投資家が判断できるように、注意深く明確な説明を提供すべきである。その説明に際して、企業は現実の慣行が、規準のある条項に関する原則と整合性があり、従わないことがよいガバナンスに貢献することを述べなければならない。
- 5) 中小上場企業、特に新しく上場した企業は条項のいくつかが自分たちの事例ではバランスがとれない、又は余り関係がないと判断しても許される。いくつかの条項は FTSE350 以下の中小企業には当てはまらない。しかしそのような企業でも、合同規準にあるアプローチ（comply or explain）を採用することが適当であり、そうすることが奨励される。
- 6) 株主サイドでは、企業の個別の状況に注意を払い、当該企業の規模や複雑性、そしてその企業が直面するリスクと挑戦の性格を考慮すべきである。株主はもし疑問があれば企業の説明に対して食い下がることはできるが、表面だけを機械的に判断すべきではないし、合同規準から離れただけで、自動的に違反ととらえるべきではない。機関投資家も「従うか、そうでないなら説明する」という原則で企業から出される報告書を見るべきである。

7) 企業も株主も「従うか、そうでないなら説明する」というアプローチが、規則ベースの制度に替わる効果的な手段となっていることを共同して守る責任がある。

なお、合同規準に含まれる「模範となる規準 (Code of Best Practice)」については、以下の通り規定されている。

第1章：企業 (A：取締役 B：報酬 C：説明責任及び監査 D：株主との関係)

第2章：機関投資家

補足：

スケジュール A：成果主義報酬の設計に関する条項

スケジュール B：非常勤取締役の債務に関するガイダンス

スケジュール C：企業ガバナンスの取り決めの開示

これらの条項について、各々「主たる原則」と、「それを支える原則」を記述している。合同規準は定期的に改訂されており、2010年5月にFRCは新しい規準を発行した。今回から合同規準(“Code”)とは呼ばず、英国企業ガバナンス規準(The UK Corporate Governance Code)と呼ばれている。本稿においては、上場クラブの年次報告書(2009年度版)での取り扱いを調査するため、合同規準(2008)に関して記述している。

(事例1：サッカークラブでの合同規準の事例—Tottenham Hotspurs plc 年次報告書 2009での企業ガバナンスの扱い<sup>43</sup>)

英国金融監督庁 (Financial Service Authority:FSA) の上場規則にある「よいガバナンスの原則 (Principle of Good Governance)」と「模範となる規準 (Code of Best Practice)」に従うこと (合同規準 Combined Code) について

(1) 英国上場当局 (The UK Listing Authority) は、すべての上場企業に対してよいガバナンスをどのように適用し、2003年7月の合同規準のセクション1に規定された条項に従ったかを開示する必要がある。AIM (代替投資市場: Alternative Investment Market)

---

<sup>43</sup> Tottenham Hotspur plc Annual Report 2009, pp.29-32。Tottenham(AIM), Arsenal (PLUS)の財務諸表に記載あり。①取締役及び取締役会②内部統制 (Internal Control)③監査委員会 (Audit Committee) ④取締役他指名委員会 (Nomination Committee) ⑤報酬委員会 (Remuneration Committee)

に登録されている企業は合同規準に従う必要はないが、AIM 登録企業である Tottenham Hotspur は、自らの会社の規模や運営に適用できるときにはいつでも、最良慣行として合同規準を近年採用している。

しかしながら、2009 年度には年度の一部で規準のセクション 1 の条項に従うことが出来なかった。その理由は 2009 年 1 月 19 日以降すぐに、非常勤取締役が Mills 氏 1 名になったことである。政府の役職につくために Davies 卿が非常勤取締役を辞任したためである。取締役会は（中略）Mills 氏は能力と威厳を持っているので、（非常勤取締役が 1 名になっても）グループにとっても株主にとっても彼一人でも適当であると考えている。

まさに「従うか、そうでなければ説明する comply or explain」方針に沿って、Tottenham Hotspur plc の年次報告書は企業ガバナンスについて記述している。英国での企業報告制度が、日米で主流の規則主義（明確な数値基準等）ではなく、原則主義を採用し、実態に沿った報告をすることを要求している趣旨に適合する動きと言える。さらに、本来は LSE に上場していないにも関わらず（AIM 登録のみの場合には合同規準適用は免除）、当クラブが企業ガバナンスの動向を開示しているのは、まさにステークホルダーとのコミュニケーションを重視する企業の態度が現れている。

このように英国では、英国金融監督庁（FSA）の上場規則により規定されていることから、年次報告書の中でコーポレートガバナンスの状況が詳細に記載されている。具体的には、コーポレートガバナンスに関する体制、各種委員会（監査、報酬、指名）の出席メンバーと当該委員会の機能、リスクマネジメントや内部統制への取り組み、また企業によっては各委員会への社内外役員の出席状況を星取表にして開示しているケースもある。また、各委員会の報告書も同時に掲載されており、報酬委員会報告等は、かなり詳細な報告書となっている<sup>44</sup>。

（事例 2：上場廃止となったクラブの企業ガバナンス-Manchester United FC と Chelsea FC）  
Manchester United FC では 年次報告書発行が発行されていない。しかし、2010 年 1 月総額 5 億ポンドの公募債券発行を実施した際に、企業内容が開示された。第 3 章第 2 節で別途議論するが、公募債券発行が企業のガバナンスにより影響を与えた事例である。同様に上場廃止となった Chelsea FC でも、年次報告書が発行されていない。しかし決算短信をホームページ上に掲載している。

---

<sup>44</sup>大和総研経営戦略研究所（2009）p.142

両クラブとも、上場していた時代には年次報告書を発行していたが、上場廃止（非公開化）により発行を中止した。いずれも株主はクラブを企業買収したオーナーだけであるが、ステークホルダーは大株主だけではない。その意味では、非公開化は明らかに企業内容の透明性の問題を惹起する<sup>45</sup>。

## （２） OECD ガバナンス原則（OECD Principles of Corporate Governance）

OECD ガバナンス原則は、前述の合同規準（Combined Code）同様に、自主規制（voluntary）である。

本原則は、1999 年以来、世界中の政策担当者、投資家及びステークホルダーのための国際的ベンチマークとなってきた。企業ガバナンス問題を前進させるとともに、OECD 加盟国・非加盟国の双方において、立法・規制上のイニシアティブに対して指針を提供してきた。政策担当者は良い企業ガバナンスが金融市場の安定、投資及び経済成長に貢献するかを強く認識し、企業の方もよい企業ガバナンスが如何に自身の競争力を強化することになることをよく理解している。本原則は、拘束力を持たない基準やよい慣行とともに、実施についての指針を提供する文書である。それらの基準・慣行・指針は、個別の国・地域それぞれの状況に応じて適用されるべきものである。本原則は上場企業を対象にしたものであるが、適用可能である限り、例えば個人企業や国有企業等の非上場企業の企業ガバナンスを改善するための有効な道具となりえる。

ただし、本原則は各政府、政府系部門や民間企業における、企業ガバナンスについてのより詳細な「最良慣行（Best Practice）」を策定しようとする動きを代替するものではない。また OECD 原則は、拘束力を持つものではなく、目標を設定し、それを達成するための複数の方法を提示するものである。すなわち本原則は、判断の基準を提供することを目指したものである。自分たちの企業ガバナンスの枠組みを策定するにあたり、本原則を如何に適用するかは政府及び市場参加者自身が決めることである<sup>46</sup>。

## （３） サッカークラブ上場廃止の流れとガバナンス

1990 年代の最盛期にはロンドン証券取引所公式リスト（LSE）を中心に約 30 クラブが上

---

<sup>45</sup> MU Finance plc 公募債券目論見書

Chelsea FC HP、Manchester United FC HP 各参照

<sup>46</sup> OECD principles of corporate governance（2004） pp.1-12  
<http://www.oecd.org/dataoecd/34/34/32361945.pdf>

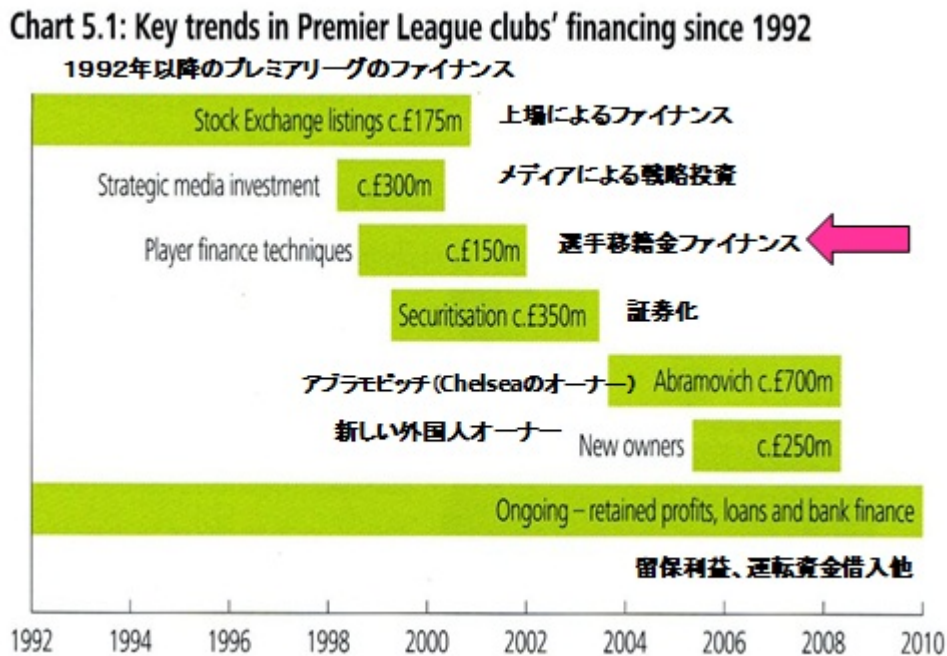
場していたが、メイン市場からは全クラブが撤退した。残っているのは、現在ロンドン証券取引所代替投資市場 (AIM)、及び店頭市場 (PLUS) に登録しているクラブが総計で5クラブしかない (脚注 18 参照)。

### 第3章 プロサッカークラブの金融イノベーションとガバナンスの問題

#### 第1節 プロダクト・イノベーションとガバナンス：サッカーバブル期（1999-2002）における Leeds United FC と Bradford City FC の事例研究

##### 1. プロダクト・イノベーションが発生した背景：

1992年英国トップリーグであるプレミアリーグ誕生以来、娯楽コンテンツとしての世界的なプロサッカー人気とスタジアムの増改築等によって、1990年代後半に大量のTV放映資金がプロサッカー業界に流れ込み、サッカー放映権料も高騰した。それにより選手の賃金、移籍金も急騰したので、各クラブは有力選手を獲得するための資金繰りに奔走した。資金調達的手段としては、経常的な銀行借入以外にも、クラブ株式上場による株式ファイナンス、有利な放映権獲得を目的とするTV他メディアからクラブへの戦略的投資、収容人員が急拡大したスタジアムの入場料を担保とする証券化ファイナンス、そして本節で議論する選手登録権にかかわるファイナンス（player finance techniques）があった（図11参照）。



1

図11：1992年以降のプレミア・リーグの資金調達のトレンド

出典：Deloitte (2009), p. 58

## 2. 金融イノベーションが生まれる理由

金融イノベーションには、①プロダクト・イノベーション、②プロセス・イノベーションがある。②のプロセス・イノベーションとは電子トレーディングシステム等既存商品の生産過程に導入されるイノベーションである。本稿で議論するのは①のプロダクト・イノベーションである。金融におけるプロダクト・イノベーションは「リスク」と「規制」の2つの要素で生み出されてきた。すなわち増大するリスクと金融資産価格の脆弱性が、銀行等伝統的な金融機関に対する規制とあいまって、新しいタイプの金融機関が異なったリスク・リターン of の仕組みをもつ新商品を提供する機会を作り出した。

プロサッカーリーグでは、サッカー選手の獲得費用と報酬をファイナンスするために、またスタジアム開発やトレーニング施設拡充のために、これらの資金ニーズは従来型の銀行借入でまかなうのが難しくなっていた。その理由として、銀行借入を増額するための担保が不足していること、または銀行側に、サッカーを中心とするプロチームスポーツ産業へリスクを今まで以上に増額するニーズがなかったことが挙げられる。そこで前表にある上場によるファイナンス、メディア戦略投資によるファイナンス、選手移籍金ファイナンス、証券化という金融プロダクト・イノベーションが生まれたのである<sup>47</sup>。

本節で、セール・アンド・リースバック取引を論じる理由は、最新金融商品は従来型金融では満たせないニーズを満たすことが出来る点は評価できるものの、相対取引であり、複雑な仕組みを持つハイテク商品であるので、関係者全員のガバナンス意識が問われるからである。サッカーというスポーツと最新金融商品は、表面上は縁遠く見えるが、最新金融商品はクラブの資金調達で大きな役割を果たしており、クラブ倒産にも多大な影響を与えた事例である。そこでは、前章までに論じたサッカー関係者債務優先ルール等法律・リーグ規則も関係していた。

## 3. 選手移籍ファイナンス（セール・アンド・リースバック取引：Sale-and-leaseback arrangements）

### （1）選手登録権（player registrations）

プロサッカークラブの主たる資産の一つは、選手の登録権の移籍（transfer）価値である。選手はクラブによってサッカー当局に登録され、登録権の所有者であるクラブに対してその選手のサービス（プレー）を利用する排他的権利を与える。プロサッカーでは、移籍金（transfer fee）は選手がクラブ間の契約で動いた場合には、補償金（compensation）

---

<sup>47</sup> Gerrard(2006), pp. 709-710 参照

として以前のクラブに払われることになっている。しかし、1995年のボスマン判決が出るまでは、クラブの契約が失効したあとも、以前のクラブに支払うことになっていたのである。現在では判決の結果、契約が終了すればフリーエージェントとなるので、移籍金を支払う必要はなくなった。

(2) セール・アンド・リースバック取引 (Appendix[5]参照)

1990年代後半に英国プロサッカーで開発された取引である。取引の目的は、中期の負債ファイナンスの担保として、選手登録権の譲渡価値を活用することである。サッカークラブは必要な場合、現金を獲得する目的で選手移籍に頼る。セール・アンド・リースバック取引はこれを商品化したものである。この取引では、選手登録権をファイナンス会社へ売却する形式ではあるが、選手を保持 (retain) することができる。

他の産業で広く使われるセール・アンド・リースバック取引と比較すると、

- ① この取引は正式には (formally) セール・アンド・リースバック取引ではない。理由は、資産 (選手の登録権) は譲渡されず、クラブの貸借対照表にそのまま残るからである
- ② この取引はオフ・バランス取引ではない。理由は、サッカー当局に登録されたクラブだけが、選手の登録権を持つことができるからである。(すなわち、サッカー関係者以外の他の組織では登録権を保有できない=ファイナンス会社は購入できない=選手の売り手のクラブにはオン・バランスのまま残る) さらに、選手という人的資源は有形固定資産と異なり、選手登録権の保有の譲渡に対して拒絶する権利を有し、また金銭的に折り合いがつかどうかの問題も残る<sup>48</sup>。
- ③ この Benfield Greig 社が開発したセール・アンド・リースバック取引は、これらの難点を克服して「選手の登録権の推定 (estimated) 市場価値」を主たる担保として貸

---

<sup>48</sup>当時の新聞報道でもリースの対象になった選手が誰なのかクラブ内で疑心暗鬼となっていたとある。ベストプレイヤーの6人が借り入れの担保となっているとの報道もある (Hobson(2003))。リースでは、一般に重要性の原則が適用されること、また個人のプライバシーの問題もあるので、どの選手が対象になったのか注記されない可能性もあったからである。しかし結局は、選手登録権はリーグのクラブ以外へは譲渡できないので、セール・アンド・リースバックと銘打っているが、実質は選手登録権保有したまま (オン・バランス)、その推定譲渡価値を担保に借入を行ったことを示していると思われる。(クラブにとっては、オン・バランスの担保付借入債務)



付を行うが、債務不履行が発生した時には、他の資産にも遡及（recourse）することができる仕組みである。

- ④ この取引のもう一つの特色は、サッカー産業に対して過大な貸し出しをもつ従来型銀行の問題を解決したことがある。銀行はクラブに対して貸出を行う。しかしその貸出リスク（credit risk）を再保険市場経由で、貸出債権とは別に実質的に売却する。これを Credit Insurance wrap(信用保険ラップ)という。Leeds United が更生手続きに入り、管財人により負債の洗い出しがされたときに、このセール・アンド・リースバック取引の最終リスクをとったのは、ドイツの再保険会社 Gerling であったことが判明した。かれらが、債務不履行リスクを引き受けたのである<sup>49</sup>。

選手登録権にかかわるファイナンス（セール・アンド・リースバック取引）とは、具体的には 1999-2002 年英国サッカーバブル期に、英国プロサッカークラブによって活用された金融テクニックである。英国では通常短期のファイナンスで活用される取引である。多くのマスコミ報道では、セール・アンド・リースバック取引としたが、現実には上述の通り、選手の登録権の推定譲渡価値を主たる担保とする中期貸出である。以降、このサッカー界での選手登録権推定譲渡価値を担保とする中期貸出取引のことを、通称の「セール・アンド・リースバック取引」と呼ぶ。

---

<sup>49</sup> Gerrard(2006) pp. 714-715 参照

#### 4. サッカー界におけるセール・アンド・リースバック取引事例

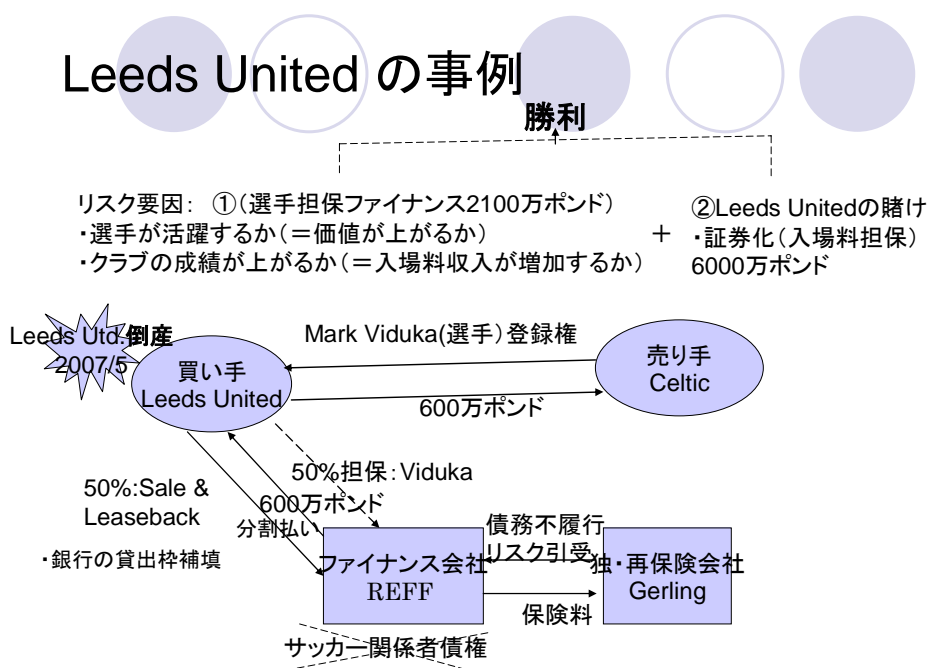


図 12 : セール・アンド・リースバック取引の仕組み

出典 : Hobson(2003)、Gerrard(2006)を参考に筆者作成

##### (1) セール・アンド・リースバック取引のメリットとデメリット

(レシー:Leeds United) : 選手登録権購入資金をファイナンス会社から一括で受け取ることができる。支払いをリース料として分割返済できる等資金繰りが楽になる。また従来型の銀行から貸出増額を受けられないときに活用できる。

(レシー:REFF [ファイナンス会社] 又は貸出銀行) : 新たな金融の仕組みを提供する(プロダクト・イノベーション) ことによって、手数料収入と運用レートを享受できる。レシーが倒産した場合は、信用リスクを負う可能性がある。現実には再保険市場でレシーの債務不履行リスクを、保険料を払って売却しているので、実質的にはリスクをとっていない。

##### (セール・アンド・リースバック取引の付随メリット)

リーグの規則では、全ての未払債務はクラブが試合を行う前までに履行(honor)されなければならない。すなわち更生手続き(administration)に入ったクラブは、試合日程が決定されるまでに、未払選手移籍金や選手への未払賃金(サッカー関係者債務)を完済しなければならない。

セール・アンド・リースバック取引は選手担保の資金調達の主たるメリットであるが、付随メリットとして、クラブの債務が事実上サッカー関係者債務から無担保の商業債務（trade debt）に、債務優先弁済順位が変更になることがある。すなわち、リーグ規則で返済を優先しなくてはならないサッカー関係者債務ではなく、下位の一般債務となるので、結果的に返済を遅延させても、リーグでの試合に影響がなくなるという事態が発生した。この種のファイナンスがサッカークラブの資金調達方法としてふさわしいか、またリーグ（サッカーリーグ）の倒産防止政策（insolvency policy）の有効性に疑問を生じさせた。これもクラブのガバナンスの欠如と言える。

### （2）セール・アンド・リースバック取引の形式上の仕組み

まず最初に、Leeds（レッシー）が Celtic から選手の登録権を購入する。バブル期であるので、価格は高騰している。その資金を調達するためにその選手の登録権を担保にセール・アンド・リースバック取引を行い、銀行から貸出を受けて、Celtic に代金を一括で支払う。形式はセール・アンド・リースバック取引であるので、レッシーである Leeds United は選手の登録権の購入代金に金利分、及びファイナンス会社（レッサー）の利益を含めて、毎年の支払いリース料の形式で払う取引を行ったことになる。この取引は当時、Leeds United のみならず、トップリーグでは選手獲得競争に負けないために、よく利用された取引形態であった。それはリース取引そのものであり、表面上はなんら違法取引ではなかった

### （3）セール・アンド・リースバック取引の問題点

当時、後年コーポレートガバナンス強化の引き金となった米国のエンロンやワールドコムでは、簿外負債を含めて巨額の不正経理、不正取引が発覚し世界を震撼させていた。セール・アンド・リースバック取引が、ひそかにサッカー界に広がっていたことが明るみに出たのが、Bradford City FC が 2002 年 5 月に更生手続き (administration) に入った時であった。当時、クラブの債務は 2,200 万ポンドと公表されたが、同じ年の 8 月にクラブに対する債権者リストが発表されたときには、クラブの債務額は 3,650 万ポンドに急増していた。クラブが倒産に陥ったことにより、管財人が債権債務を洗い出した結果、クラブの債務としてこの取引が再分類されたのである (reclassify)。この取引では、元プロサッカー選手が運営しているファイナンス会社 REFF が、この資金調達の仕組みを開発し、選手を高額で売却したいクラブ、高額でも選手の獲得資金を調達したいクラブ、サッカービジネ

スの将来に期待した生命保険会社等金融機関がこの取引の参加者であった。背景として、TV マネーがサッカー市場に流れ込み、選手の獲得競争が過熱していた状況があった。

Bradford City FC の例では、700 万ポンドがドイツの再保険会社 Gerling への債務であった。元々はファイナンス会社の REFF への債務であったが、再保険会社 Gerling が債務不履行リスクを引き受けたのである。この結果、最終的に CVA (和議) が成立した際には、Gerling は自社債権額 700 万ポンドに対して、たった 70 万ポンドの返済しか受けられず、1 年以内に残り 100 万ポンドの支払いを受けられる予定となっているだけである。なお、もしサッカー関係者債務であれば全額返済を受けられたのである。

貸出人にとっては、従来の貸出枠が埋まり新規貸出が出来ない中で、サッカーのブームに乗る方法としてこのファイナンスに応じたのである。勿論 TV 放映権の将来について危惧をいただくものもいたが、選手の貨幣価値はうなぎのぼりに上昇すると思われていた。選手のセール・アンド・リースバック取引はリスクが大きい。Gerling のケースでは、Bradford が全債務の 25% 以下しかそのドイツの保険会社に負債を負っていないので、Gerling は約 700 万ポンドの債権償却に同意するしか道がなかったのである。もし同意せずクラブが清算すれば、債権回収ができない可能性もあったからである。CVA (Company Voluntary Agreement: 和議) が成立するためには、75% の債権者 (金額ベース) の同意が必要であり、この例では他のすべての債権者は条件に同意した。しかし、例えば、もし別のクラブが保険会社に 25% 以上の債務を負っていれば、クラブがその債権者への返済を行おうとすれば、75% の債権者の同意は得られず、CVA は成立しなかったので清算に追い込まれる可能性もありえた<sup>50</sup>。

最後に、この問題に関しての、考慮すべきガバナンス上の問題は以下の通り指摘して提起しておく。当時英国では、セール・アンド・リースバック取引は、取引自体は違法取引ではないが、クラブのガバナンス上で大きな問題があった。

- 1) 取引銀行は、債務者であるクラブの貸借対照表、損益計算書他財務諸表に基づき、貸出枠を設定して銀行取引を実行している。しかし、クラブは野心的で、財務上可能な資金調達をはるかに上回る借入をセール・アンド・リースバック取引と称する取引で実行したことが、クラブのガバナンス上、問題がある。当時 Bradford City も Leeds United も上場していたので、株主および一般投資家へのディスクロージャーに関して

---

<sup>50</sup> Banks(2002)を参照

の問題である。クラブ自らの財務力を超えた資金調達であるので、ファイナンス会社も通常の銀行借入増額が難しい借入人（クラブ）の足元を見て、高い金利、利益を上乗せしたリース料を設定した可能性もある。クラブ経営者も、強気一辺倒の経営をしていたので、誰もこの取引を止めることはできなかった。

リーグはサッカー関係者債務であれば、サッカー関係者債務優先ルール（Football Creditor Rule）でクラブに完済させるなど、リーグとしてガバナンスを働かせることも可能であったが、それを逃れるためもあったのか第三者（サッカー関係者以外の債権者）を取引の相手方とする取引に参入したのである。最終的にクラブの（債務の弁済順位を落とした）債務を引き受けた保険会社は選手の価値を評価する体制にはなく、結果として大きな損害を被ったのは自己責任とは言えるが、ガバナンス上問題のある取引に加担した責任は重い。クラブ側も総額を一括払いであれば獲得できない選手を、リース料支払いで分割できることから、安易に資金調達を行ったことがガバナンスの欠如と言える。

- 2) デメリットは、クラブの財務力を超えた借入を行うことである。キャッシュで獲得するより、高値で獲得した選手を活用してリーグ順位を上げられれば、売上も拡大するという順回転となるが、選手が活躍しないとか、またはクラブがよい成績が上げられないと、過大なリース料支払いが負担となる。

Leeds United の事例は、給与の減少と不動産価格下落に苦しむ住宅購入者と同じである。クラブの成績が期待を下回る不振で入場料が急減する一方、巨額のローン金利支払いと、借入金額を下回るクラブ価値（評価損を抱える状態。negative equity）に陥っていたのである。（Hobson(2003)）

- 3) Leeds United の事例では、セール・アンド・リースバック取引以外に、自らのクラブのスタジアムの入場料を担保にした資金調達（スタジアム・ファイナンスといわれるプロジェクト・ファイナンス）を実行していた。バブル期とはいえ、「高額有名選手の獲得、そしてそれによるリーグ成績の向上、それが売上高増加につながる」と一方的に判断し意思決定する経営を行った点で、クラブ経営のガバナンスに問題があったと言える。

## 第2節：証券化取引（Securitization）と負債サイドからのガバナンス

### 1. 証券化取引

前節では、セール・アンド・リースバック取引という、最新金融手法にかかわるガバナンスの問題を法律面他で指摘したが、それ以外でも、最新の金融手法を活用したサッカークラブの資金調達が行われている。証券化といわれる手法である。

証券化の定義としては、ある会社が将来のキャッシュフローを担保に、債券を発行するプロセスを言う。債権者は当該債券の元利払に対して、当該キャッシュフローに対する優先権を持つ。証券化と似た取引として、流動化という取引がある。流動化の定義は、対象資産のキャッシュフローを裏づけとする資金調達方法であるのに対して、証券化は流動性を高めるために、有価証券の形で発行する資金調達方法である。証券化も流動化もオフバランス取引である。オフバランス取引とは、会社の貸借対照表（バランスシート）から消える（オフ）取引、また会社の貸借対照表に登場しない（オフ）取引である。証券化、流動化が行われる理由は、一般的には①リスクヘッジ手段②低コストの資金調達手段 ③オフバランス効果がある。

証券化においては、資産の保有者が、いわば特定の保有資産のみに依拠して、資金の融通を行うもので、その意味でアセットファイナンスとも呼ばれる。従来、企業が資金調達を行う場合は、銀行借入などの負債（他人資本）による場合がデットファイナンス、株式発行などの株主資本（自己資本）による場合がエクイティファイナンスと呼ばれ、いずれも当該資金調達を行う企業の（筆者注：一般財産の）信用度に依存するため、コーポレートファイナンスと呼ばれていた。そのため、コーポレートファイナンスが伝統的な概念であるのに対して、アセットファイナンスは新しい概念であり、アセットファイナンスが証券化等の新しい代名詞とされる<sup>51</sup>。

他の区分として、発行募集方法による分類方法があり、公募債と私募債に分けられる。公募債とは、不特定多数の一般投資家に広く募集を募り、新しく発行される社債をいう。それに対して、私募債は、特定少数のプロの機関投資家に対して新しく発行される社債で、非公募債ともいう。私募債は公募債に比べて手続きが簡単で、コストも少ないという利点がある。証券化は複雑なスキームを活用するので、転売（リスク移転）のための流動性は一般的にはないと言えるが、本項で議論する Arsenal 債は信用補完を行い、格付け取得を受ける等を行い大規

---

<sup>51</sup> 鯖田（2010）3頁参照

模発行金額とすることによって、流動性のある公募債券として仕組まれた例である。

証券化の種類には、真正売買証券化と事業の証券化の二つの種類がある。

## 2. 真正売買証券化 (True-sale Securitization)

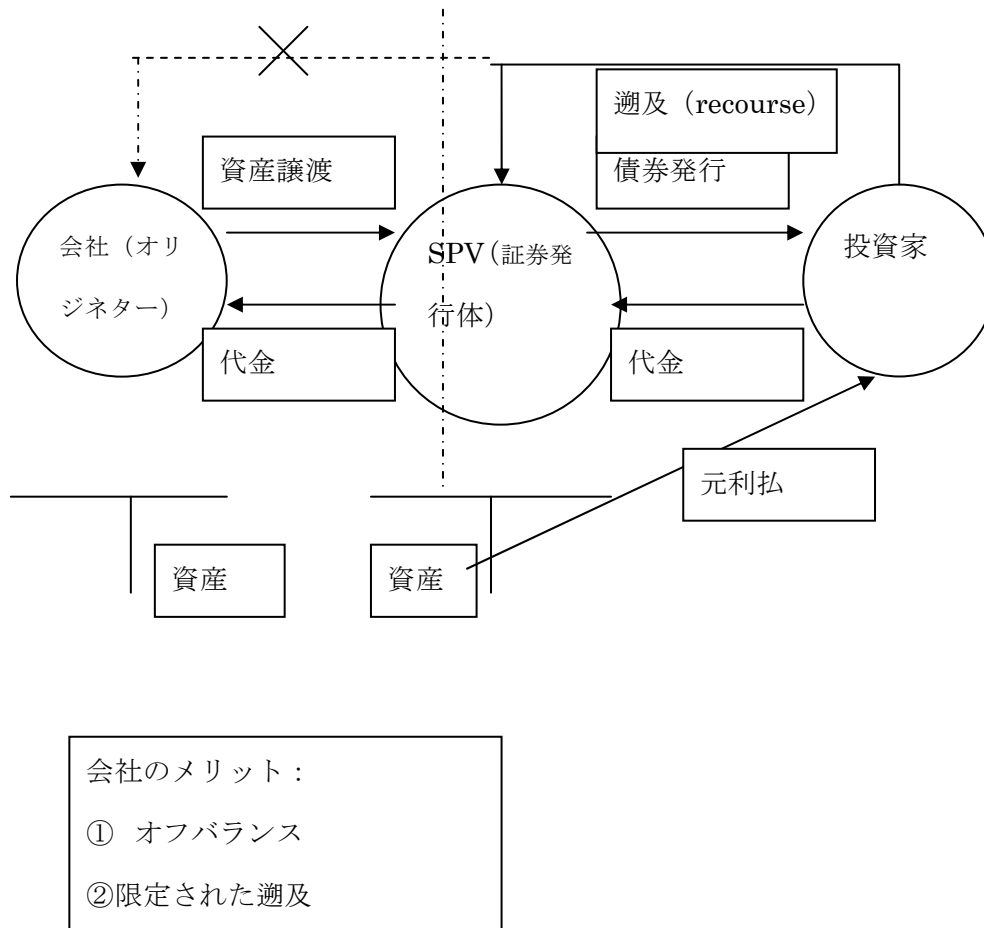


図 13 : 真正売買証券化の仕組み

出典 : Gerrard (2006) pp. 712-713 を参考に筆者作成

証券化商品ではそれを発行する会社の信用力ではなく（保証などの信用補完がない場合）、証券化される資産の信用力に依存した商品であるので、実務上は倒産隔離を欠かすことができない。倒産隔離とは、原所有者（オリジネーター）の倒産リスクから切り離す（隔離する）ことである。倒産隔離の目的は、①SPV（証券発行体）をオリジネーターの倒産リスクから隔離すること ②SPV 自体の倒産を予防することが挙げられる。オリジネーターの倒産リスクから SPV を隔離するためには、まず対象資産の真正売買（True-sale）を確保する必要がある。真正売買とは、証券化のために形式的に行われた売買ではなくて、正し

く行われた売買のことをいう<sup>52</sup>。

前図 13 で仕組みを解説する。まずオリジネーターが資産をペーパーカンパニー (SPV) に売却する。SPV は当該資産を購入するために、債券を発行する。両社の貸借対照表 (B/S) を見ると、オリジネーターの B/S から当該資産が SPV の B/S へ譲渡されるのがわかる。オリジネーターにとってのオフバランス取引となる。オリジネーターに対する債権者は、オリジネーターが倒産した場合には、資産譲渡先である SPV に対して、遡及ができなくなる。SPV は当該資産からの収入で発行債券の元利払いを行う。もし逆に当該資産で債務不履行等があり、キャッシュフローが不足した場合、債券保有者は SPV の資産にしか遡及できない。すなわち、債券保有者はオリジネーターに遡及できないのである。このように真正売買証券化はオフ・バランス取引であり、限定された財務的遡及しかできない取引である。真正売買証券化は、財務的遡及に関して、次に述べる事業の証券化と異なる仕組みの取引である<sup>53</sup>。

### 3. 事業の証券化(Whole Business Securitization:以下 WBS と呼ぶ)

WBS の定義としては、「事業運営者が特定の事業資産を用いて事業を営むことにより、生み出す将来のキャッシュフローを、裏づけとした社債等を発行すること」となる。すなわち、WBS とは、仮に事業運営者が債務不履行に陥った場合も、裏づけ資産から生じるキャッシュフローによって、この社債等の債務の履行が円滑に行われるような法的手当てがなされることにより、事業運営者の格付けより高い格付けを目指す仕組みのことを言う。

このほかの手当てとしては、コベナンツ（融資取り組みにあたり、契約内容に記載する特約条項。約束に反した場合は、期限の利益を喪失して即時一括返済を求められる場合もある。<sup>54</sup>）を設定することにより、投資家の権利の保護や事業の安定的な継続性を確保すること等がある<sup>55</sup>。銀行であれば、相対取引であるので、融資を行う際の遵守事項を銀行取引契約書に盛り込み、借主に遵守することを要求する。たとえば、モニタリングのために、決算書を每期提出させるような情報開示に関する事項であったり、純資産維持・黒字維持のような財務制限条項（財務コベナンツ）を入れたりする。それに対して、証券化に

---

<sup>52</sup>井出 (2007) 128-129 頁参照

<sup>53</sup> Gerrard,B(2006) p.712

<sup>54</sup> Oxford Dictionary of Accounting(2005)p110 参照

<sup>55</sup>井出 (2007) 116 頁参照



において、債券発行は債券が転々流通することを前提としている。従ってコベナンツを設定しておかなければ、期限の利益喪失事由が存在しないことになる。コベナンツを設定することによって、債券所有者の権利の保護、事業の継続性を確保することに資する。

## (1) 財務コベナンツ

主な財務コベナンツは以下の通りである<sup>56</sup>。

### 1) カバレッジ・コベナンツ

- ① インタレスト・カバレッジ・レシオ：事業利益が金融費用（支払利息など）の何倍であるかを測定するもので、金融費用の支払い能力を測るための指標である。
- ② デット・サービス・カバレッジ・レシオ：元利金返済額（デット・サービス）をまかなうだけの、キャッシュフローを創出しているかを判断するための指標である。
- ③ フィックス・チャージ・カバレッジ・レシオ：デット・サービスだけでなく、設備投資金額を含めたカバレッジを見るための指標である。

### 2) レバレッジ・コベナンツ

事業利益に対して、どの程度の借入水準となっているかを判断するための指標である。

### 3) 資本勘定、黒字維持

- ① 純資産維持：純資産額をプラスに維持することを定めたものである。
- ② 黒字維持：利益（営業利益、経常利益、当期利益）を黒字にすることを定めたものである。

### 4) 設備投資制限：最大設備投資金額

## (2) 特別なコベナンツ

サッカークラブは以上の一般的なコベナンツ以外に、証券化取引にあたり、後述の通りサッカー産業独自のコベナンツを設定される。

サッカー業界の証券化は1995年のNewcastle Unitedが最初であり、その8本の証券化

---

<sup>56</sup>山下（2009）184-186頁

取引のほとんどが、期間 25 年のスタジアム建設のためのファイナンスであった。サッカー証券化取引は現在まで WBS である。その仕組みは、入場料と会社接待用業務収入のキャッシュフローを担保とするものである（Leicester City FC を除く）<sup>57</sup>。

サッカークラブのファンの基盤は、クラブの歴史と地理の問題である。一旦ファン基盤が出来ると、昇格又は降格が無い限り入場料は安定している。トップリーグのプレミアリーグではスタジアム満員率は平均 92% である。なおトップは Arsenal の 100% である<sup>58</sup>。

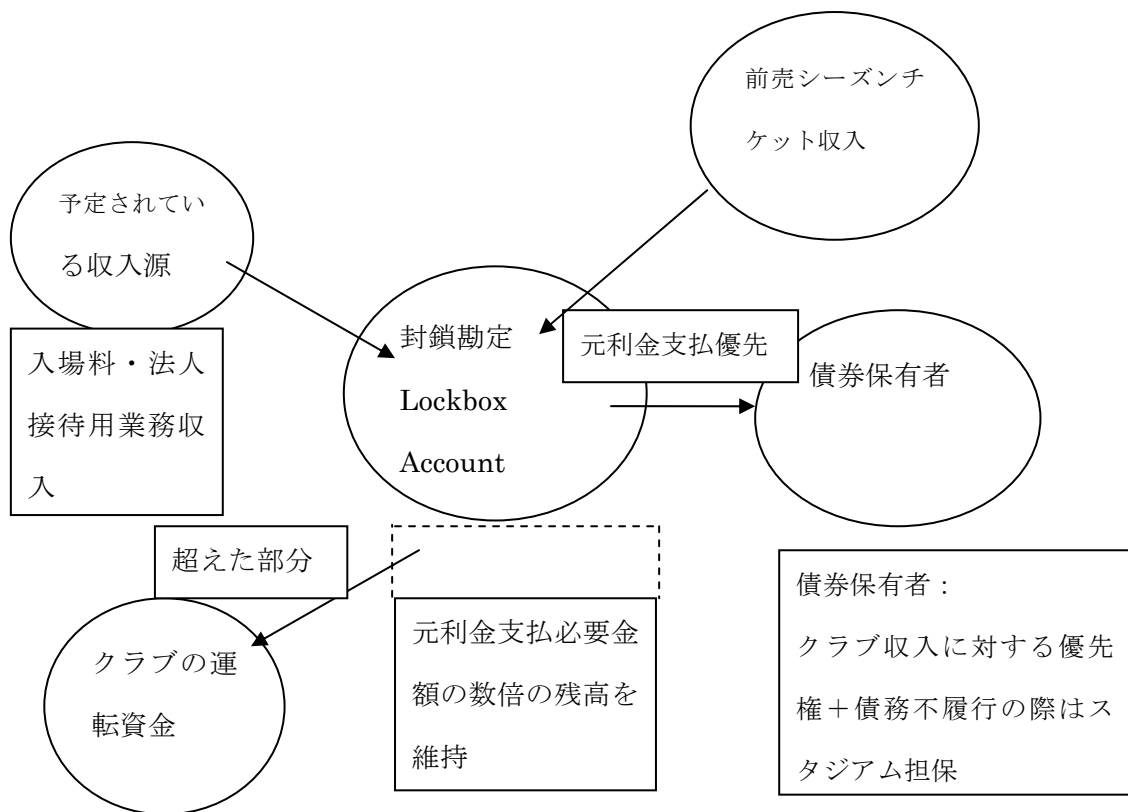


図 14 : WBS (事業の証券化) の仕組み

出典 : Gerrard(2006) pp. 712-713 参考に筆者作成

\* 封鎖勘定<sup>59</sup>

<sup>57</sup> Gerrard(2006)p.713

<sup>58</sup> Deloitte(2009)Safety in numbers p.8

<sup>59</sup>封鎖勘定：債券回収用分割管理特別（銀行）口座のことである。担保となっている入場料他がこの口座に振り込まれ、そこから債権保有者に元利金が支払われる。

WBS（事業の証券化）の仕組みは次の通りである<sup>60</sup>。

まず証券化では、収入が安定的（stable）で、予測できる（predictable）であることを必要とする。英国サッカークラブでは、入場者数が大変予測しやすいのは先に述べたとおりである。証券化のプロセスは以下の通りである。最初に、前売りシーズンチケットの場合では、サッカークラブが関与できない封鎖勘定に売上代金が入金される。その勘定では、債券保有者に対する年間の元利払いの数倍の残高が維持され、それを越えた部分がクラブの運転資金勘定に流れる仕組みとなっている。このように債券保有者は、クラブの売上高に対する優先権を持つ。また、ほとんどの事例では、クラブの所有するスタジアムがクラブの債務不履行の際の最終的な担保となる。

#### 4. サッカークラブにとっての証券化の是非

資金用途によって、証券化の是非が変わる。なぜなら、証券化とは中長期資金調達であるので、運用と調達の期間のマッチングの問題がある。是とされる資金用途はスタジアム建設資金であろう。長期設備資金で建設される運用に対して、長期借入でまかなうのが安全性の見地からも望ましい。スタジアム建設により、入場料は安定的収入として増加することが期待できるので、財務上では慎重な調達と言える。

他方、選手獲得資金（選手登録権購入）及びクラブの運転資金に使用すると、短期の運用を長期借入でまかなうことになり、期間のミスマッチングとなる。なぜ問題になるかといえば、証券化取引は複雑でコストがかかる取引であるので、クラブの財政状態が急変した場合（サッカーでは降格があれば、対戦チームが人気のない相手となるので、観客が減少し、財務状態は急速に悪化する）、この証券化という長期債務の解約・条件変更は極めて難しい。可能であってもコストがかかるし、機動的にできない難点がある。さらに機会費用としては、証券化が解約できない場合に、コストが高い銀行の貸越枠使用により余分なコストが発生する可能性がある。

証券化のメリットとして、上記仕組み図 14 にあるように、封鎖勘定に潤沢な資金を積みませるので、選手賃金に無駄なキャッシュをつぎ込む余裕がなくなることが挙げられる。

次に、通常の銀行貸出との比較では、サッカー関係者債務優先ルールが適用されるので、銀行の貸出債権はサッカー関係者債権に劣後する。これに対して証券化取引では、収入の

---

<sup>60</sup> Gerrard(2006)p.713

配分に対して、サッカー関係者よりも債券保有者に優先権がある。この点では、資金運用者としての銀行にとっては、債権保全の見地からは、証券化商品が好ましいと言える。

## 5. 証券化取引を通じたガバナンス強化：証券化の事例研究—Arsenal FC の公募債発行—

### 1) Arsenal Bond(入場料担保公募債券) の発行の仕組み

発行者の Arsenal FC は 1886 年創立、英国ロンドンに本拠地を置く。1893 年にサッカーリーグ(Football League)に加盟した最初のイングランドのクラブである。リーグ 1 部(旧 First Division および現 Premier League) 優勝 13 回、FA カップ優勝 10 回の英国屈指の名門クラブのひとつである。本件公募債発行は、本拠地スタジアム移転(工事期間：2004 年～2007 年)に際しての銀行借入金を借り換えするために発行された。英国のサッカークラブが発行した初めての公募債券である<sup>61</sup>。

(本債券の特徴)

①プロサッカークラブで初の「公募 (publicly marketed)」「資産担保 (asset-backed)」債券である

②2006 年 7 月発行の総額 2 億 6000 万ポンド(最長期限 25 年)の 2 本立て債券発行(主幹事：Barclays Capital/RBS)である

③資金使途：新スタジアムへの移転に伴うリファイナンス(銀行借入の返済による借換)である。2006 年 7 月開場の新スタジアムは、建設資金を銀行借入で調達していた。利率他条件が発行者にとって高かったために、本債券での借り換えとなった。

④入場料を担保にする資産金融(Asset-backed)である

⑤WBS (Whole Business Securitization：事業の証券化)であり、新スタジアムでの入場料キャッシュフローを担保とする

⑥入場料キャッシュフローは、連帯保証人である Arsenal Football Club (プロサッカークラブ)の成績に依存する。本ファイナンスによって建設された本拠地スタジアムは 2008/09 シーズンで見ると、収容人員が 38,000 人から 60,000 人に増加したが、スタジアム満員率は 100%であった。スタジアム新設によって、クラブの成績や景気に依存するヨーロッパでの試合(カップ戦)や放映権料に依存する度合いが低くなり、経営の安定性に資

---

<sup>61</sup> Barclays Capital et al(2006)p.15

する。結果、Arsenal FC の売上の最大部分は安定的な入場料収入となった<sup>62</sup>。

⑦信用補完として、保険会社の保証が付いている。また格付機関による格付けが付与された。有名なクラブとはいえ、一般企業の基準では中小企業（Appendix[6]参照）ともいえるサッカークラブの公募債券を一般大衆に販売するためには、信用補完が必要であった。

なぜなら複雑な仕組みで、一般投資家にはわかりづらい証券化商品は、プロ機関投資家にはともかく、一般投資家には仕組み、その信用リスクを判断しがたく流動性に欠ける問題点がある。それを高格付けの保険会社の保証をつけること、及び格付機関から発行体そのものへの債券の格付け（信用格付け、すなわち元利返済の安全性に対する格付け）を受けることによって、一般投資家が売買しやすい仕組みとしたことによって、流動性が付加された。

（債券要項）

- ① 債券発行者：Arsenal Securities plc（SPV：目的会社）
- ② 総額 2 億 1000 万ポンド：固定金利、平均残存年数 13.5 年、スプレッドは英国国債利回 +0.52% 利率：5.14%
- ③ 総額 5000 万ポンド：変動金利、平均残存年数 7.1 年、スプレッドは Libor+0.22%
- ④ 連帯保証：The Arsenal Football Club plc, Arsenal (Emirates Stadium) Limited 他グループ会社 2 社
- ⑤ 保証：Ambac Assurance UK (AAA)
- ⑥ 債券格付：AAA（Arsenal の原格付け BBB）格付機関：Fitch, S&P 2 社
- ⑦ 資金使途：借換資金（総額 2 億 6000 万ポンドの借入れ、主幹事 RBS）。原資金使途：総額 4 億 7000 万ポンドの新スタジアム建設資金
- ⑧ 上場：ロンドン証券取引所国債・固定利付債市場 (London Stock Exchange's Gilt Edged and Fixed Interest Market)
- ⑨ 返済財源：新スタジアム入場料収入担保（債券格付 S&P）。他、旧スタジアム跡地でのマンション分譲代金、1 億ポンドの新スタジアム命名権（アラブ Emirates 航空）、1500 万ポンド 20 年のスタジアム内レストラン経営権

---

<sup>62</sup> 前掲書 p. 19

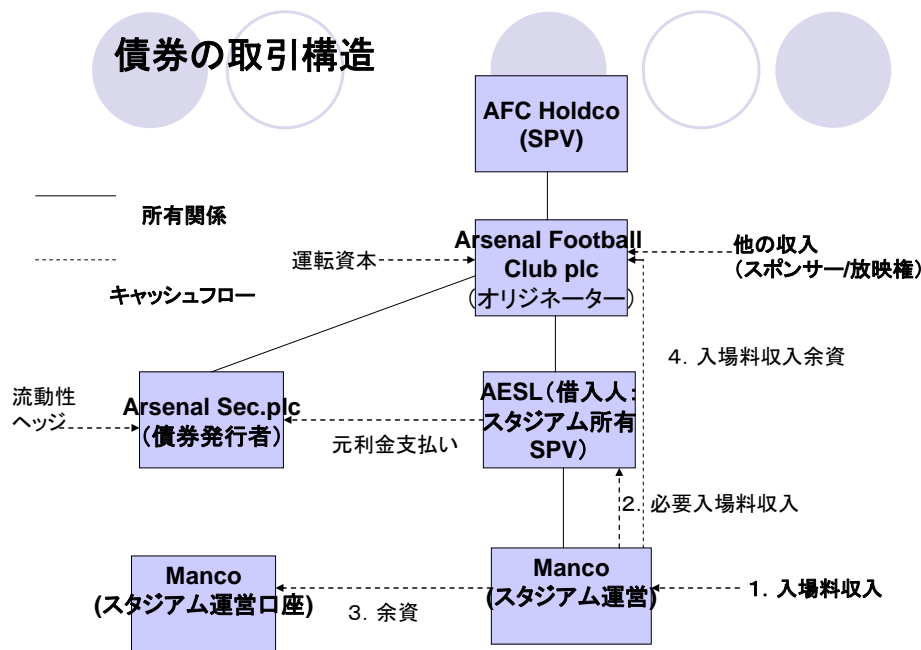


図 15 Arsenal Bond の取引構造

出典：Barclays et al (2006)p. 21 から引用

(Arsenal Bond の投資家保護条項<sup>63</sup>)

①AESL, AFC, Manco, AFC Holdco の連帯保証。

AESL, AFC, Manco の資産に対する固定・浮動担保設定 (Appendix [7] 参照)

②AESL, Manco, 発行者 (Arsenal Sec. plc) に対する 制限的なコベナンツ (制限条項)

非担保条項 (negative pledge) <sup>64</sup> ・証券化外での借り入れ及びヘッジ取引に対する  
制限 ・基本資産の処分禁止 ・より良い企業統治を行う条項

③契約関係者との直接的な合意

④発行者の流動性確保 (最低 18 か月分の支払い元利金分) 封鎖勘定

<sup>63</sup> 前掲書 p.23

<sup>64</sup>非担保条項 (negative pledge) : 無担保債権者が同順位の債権者への担保提供を禁止する絶対的非担保条項と、同順位の債権者へ担保提供する場合は、自らへも同等 (pro rata) の担保提供をすることを条件に同意する相対的非担保条項がある。

⑤AESL と Manco(スタジアム運営口座：封鎖勘定)における準備金確保

⑥AFC グループのサッカービジネス以外への参入制限

及び Arsenal サッカービジネスのグループ外での制限

⑦モニタリングの増強

⑧トリガー条項の設定<sup>65</sup>

(2) プロサッカークラブにとっての公募債発行の意味とガバナンスの強化

先に(第2章第1節)記述したように、ガバナンスの理論(theories)の標準的枠組みは、ガバナンスをプリンシパル・エージェンシー問題と見なし、近時では統治するプリンシパルとして、株主、債権者、取引相手、従業員、地域社会等、会社のさまざまな利害関係者とするのが潮流となってきた。しかし英米では依然、プリンシパルは株主との志向が強い。その影響を強く受けて、英米流ファイナンス理論から見ると、やはり株主こそがガバナンスを行うプリンシパルとの考え方が強い。

一例として、砂川(2010)は「企業の経営に問題があり、業績が落ち込んだとしよう。配当は減額され、株価は下落する。業績の落ち込みは、負債の返済には影響がない程度である。このとき、債権者が企業経営に口出しすることはない。企業経営の問題点を指摘し改善を迫るのは株主である。債権者が企業経営に乗り出してくるのは、業績が落ち込み、低迷が続き、財務的に危険な状況になってからである。(中略)。通常の状態において、コーポレート・ガバナンスの主役になる投資家は、利益配分が最も劣位の株主である。」<sup>66</sup>と述べている。その理由として、株主が優先弁済順位で最劣後する代償として、議決権が与えられ、自分たちの意見を反映させることができるとしている<sup>67</sup>。しかし、優先弁済順位が最劣後であることだけから、最終のリスクを株主だけがとっているとは言えないであろう。なぜなら、倒産によって、従業員も、地域住民も、取引先、取引銀行も何らかの負担を受け持つことになるからである。その一方で、株主は株式を売却して投下資金を回収す

---

<sup>65</sup> トリガー条項：証券化商品のスキーム上、加速度償還(貸倒率の上昇など対象債権の劣化に備えた劣後配当停止・優先元本の優先返済)、サービサー交代(サービサーの回収能力の低下または倒産リスク回避)などの措置を発動させるきっかけとなる事由が一般的にトリガーと呼ばれている。想定以上にオリジネーター(セラー兼当初サービサー)の信用力が悪化した場合や債権の劣化に備える目的、当初留保していた手当て(債務者対抗要件の具備など)を具備する目的および回収能力低下の牽制の目的など元利金回収の確実性を高める効果がある。[http://www.jcr.co.jp/qa/qa\\_desc.php?report\\_no=qa0308](http://www.jcr.co.jp/qa/qa_desc.php?report_no=qa0308)

<sup>66</sup>砂川(2010) 175-180頁

<sup>67</sup> 前掲書 179-180頁

ることが出来る。実態論としては、統治するプリンシパルとして、株主、債権者、取引相手、従業員、地域社会等、会社のさまざまな利害関係者であろう。

英国プロサッカークラブについて言えば、前章までに論じたとおり、サッカーは英国社会に深く根付くソーシャルキャピタルであり、「Peoples' Game」(国民的スポーツ)と英国政府も認めている。ファン、地域住民をクラブの利害関係者からはずすことは難しい。すなわち、サッカークラブが株式会社であるからといって、クラブが株主のものとは捉えることはない。

一般企業の議論とは離れて、砂川(2008)の議論は英国サッカー業界には当てはまりにくい。一時は30クラブに及んだクラブ株式上場も、今やLSE公式リスト上場はゼロである。特に外国人投資家が買収したクラブは、実質クラブオーナーは大多数の株式を支配している。その意味では、まさに経営者はオーナーの言うとおりに、クラブの経営を行う。もしクラブ成績が不振であるとか、クラブ財政が不振になると、オーナーはすぐ経営者の首を挿げ替えるのである。その意味では、プリンシパルが株主であると捉えれば、ガバナンス問題は発生しない。しかし、現実にはどんなビッグクラブでも、クラブ株式を持たないファン、スタジアムの所在する地域、及び地域住民の声を無視することは、クラブの存在を脅かすことにもなりかねない。そこでクラブ経営においては、クラブが株式会社であり、少数大株主でクラブ株式を押さえていても、クラブのほかの利害関係者もクラブのガバナンスに参画する必要がある。

問題は、その方法である。まさに非上場であるから、LSEの任意取り決めに従う必要はない。従って、非上場クラブであっても Arsenal (PLUS 市場) や Tottenham (AIM 市場) は、投資家とのコミュニケーションを求めて、LSEの任意取り決めに従うクラブもある一方、Manchester United のように一切開示を行わないクラブもあった。LSEの任意取り決めに従って企業内容を開示することは、よりよいガバナンス (good governance) のためには良いことで、LSEも推奨している。現実には、その推奨にも関わらず、英国プロサッカークラブの倒産は減らず、2010年にはいよいよトップリーグの Portsmouth が倒産した状況がある。任意で自発的なガバナンスを期待しても、第1章で見たようにオープンモデルのサッカー業界では、ガバナンスの効果が見えない。またそれに過度には期待できない。

株式所有による議決権で経営に関与する、又はLSE任意取り決めに従って経営をガバナンスすることも難しい現状がある。そこで注目されるのは、ビッグクラブ向けの公募債発行に際しての、社債権者によるガバナンスである。社債権者は企業が倒産の瀬戸際になる



まで、ガバナンスを発揮しないと主張されているが、社債、特に公募債の場合は、種々の債権保全措置が組み込まれ、コベナント（財務制限条項他制限条項）が契約書に規定され、そこで約束した条項を借入人（サッカークラブの社債発行目的会社（SPV））が遵守できない場合には、条項の軽重に従って、その条項に従うことが強制され、従えない場合は、「倒産条項（Events of Default）」に該当すると判断される。その場合は、期限の利益を喪失し、期限前償還を追い込まれることになる。同時に、他の同順位債権も償還することを要求され（cross default）、それが出来なければ倒産となる。

このように、企業が危機的な状況になるまでは、社債権者はガバナンスを利かせないというのは誤りであろう。みずから公衆（公募債券とは一般大衆の間を転々流通する。従って、企業内容開示が強制される。）に宣言したことを守れないと、倒産リスクを背負うことになるので、借入人（クラブ）のガバナンス意識は高まるのである。社債発行の場合、特に公募債発行の場合には、社債管理会社（発行会社のため）又は信託会社（社債権者のため）設置され、契約書に基づき、管理事務を行う。従って、発行会社の事業内容を理解できない社債権者であっても、社債管理会社等を経由して、ガバナンスを実行することも可能であるし、第三者評価機関である格付け機関による外部格付け、及び発行者・発行会社グループ会社の連帯保証がつけられている場合もあるので、リスク判断は出来る。クラブが銀行借入だけで資金調達している場合、または社債であっても私募債で調達している場合は、相対取引であり、開示は限られた当事者だけにされるので、他の利害関係者のガバナンスは効かないのは間違いない。従って、社債権者のガバナンスは大規模公募社債の際に、企業情報が社債権者のみならず、一般大衆にも開示されるので、非上場企業であっても、企業の広い利害関係者の利益を守ることができると言える。ここに社債発行、特に公募社債発行によるガバナンスが、非上場会社であるクラブのより良いガバナンス方法と主張するものである。

確実な元利金返済を要求される債券は、発行企業の安全性に基づき、利率、返済期限、発行金額、担保の有無等が決定される商品である。一方、債券と異なり、株式は企業規模（安全性）よりも企業の成長性、収益性を評価する商品である。プロサッカークラブは既に前章までに見たように、収益性に問題があり、機関投資家が見放したため、上場が発行企業にとってメリットがなくなったので、上場廃止が相次いでいる。したがって、プロサッカー企業にとっては、株式発行（エクイティファイナンス）の道は実質上閉ざされているので、負債による資金調達（デットファイナンス）が重要である。

伝統的な銀行借入については、銀行も一時の熱狂がさめ、貸出枠を拡大する方向ではない。サッカーバブル期には、先に述べたようにセール・アンド・リースバック取引のような貸出枠逃れのような取引もあった。それはサッカークラブのガバナンスを麻痺させるものであったので、現在では許されない取引である。

そこで、中小企業ともいえるプロサッカークラブにとっての資金調達には本来、リスク判断のプロである機関投資家を対象に、私募債で行うのが当然である。しかし私募債であれば、流動性が欠けるので大規模資金調達は難しいし、調達金利も高くなってしまふ。そこでオリジネーター（実質発行者）である Arsenal FC を債券の仕組みと投資家保護条項で縛り、信用度を上げて、中小企業では考えられない大規模公募債券（WBS による）を発行できたことは、これからのサッカークラブのガバナンスを考える上でも重要である。およそ大企業とはいえないサッカークラブが、長期、大きな金額、低い金利という条件で、調達できるのはクラブ側にもメリットがあるし、その対価として安全性確保のために自社ガバナンスの強化を受け入れることができる。

サッカークラブにとっては、ほとんどのクラブが、地域密着でファンの経営参加を受け入れ、サポータートラストを立ち上げる方向性がひとつで、もう一方がトップクラブを中心とする大きなクラブの資金調達、ならびにその対価としてのガバナンス強化があるといえる。

債券要項にある通り、本債券は公募債としてロンドン証券取引所に上場されている。公募債で企業内容開示（価格変動開示も含む）のためにロンドン証券取引所に上場している。それによってもガバナンスが強化されることは、他の私募債形式証券化取引と大きく異なる点である。AAA の保証会社 Ambac の格付けだけではなく、債券発行者の原格付け（保証なしでも投資適格の BBB 格の格付けを取得した）も企業ガバナンスの強化とそれによる投資化保護に資する。一般投資家は保険会社の保証だけを見るだけではなく、発行者の格付けを見ることで、投資の意思決定を自ら行うことができる。債券発行者の原格付けがなければ、単に債券発行者の信用度判断を生命保険会社に委ねるだけになってしまう。企業規模としては中小企業に近いといえるサッカークラブが長期・低利の大規模資金調達が可能になった。その見返りに企業の格付け維持のためガバナンス強化が進むのである。これはサッカークラブのガバナンス強化のためには、重要な仕組みであり、クラブにとって大きなインセンティブになると言える。

なお 2010 年 2 月からはロンドン証券取引所国債・固定利付債市場において、電子商取

引が開始された。これにより、株式市場同様に、発行者企業の情報が市場経由、価格に反映されるなど、当該社債の価格、すなわちその発行会社の信用度にかかわるクレジット情報の「透明性確保」が可能になった。さらにマーケットメーカーが指定されており、売り買い両サイドの価格提示が可能になったので、当該債券の流動性が増強されることになった。

この債券上場による投資家保護は、投資家の市場への参加を増すことに繋がり、投資家が発行会社の信用度判断を以前に増して行うことになる。それが価格に反映され、最終的には企業のガバナンス強化に繋がる。株式の上場廃止が続く英国サッカークラブに対する、市場からのガバナンス強化が、債券市場から始まっているのである<sup>68</sup>。

なお2010年初頭にプレミアリーグでライバルの Manchester United（上場廃止会社）が同様に大規模な公募債券を発行した。その際に、公募債であるので、一般投資家向けに、この取引以外では行っていない企業内容開示を行った。それ以前は、Manchester United は開示については積極的なクラブではなかったもので、公募債発行による企業内容開示は、クラブのガバナンスに大きな影響を与えたと思われる。

---

<sup>68</sup> londonstockexchange.com (2010) 参照

サッカー特有のリスク	軽減策	具体的内容
売上高の変動・高額の選手維持の長期的費用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 運転資本テスト</li> <li>・ 負債支払い勘定（封鎖勘定）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3シーズンのプラスキャッシュフローを維持する</li> <li>・ 発行者の入場料収入への優先権</li> </ul>
クラブ選手のレベル維持	移籍代金勘定	選手譲渡代金の 70%を選手、サッカー資産へ再投資
スタジアム運営費用	先渡販売制限	ボックスシート以外は1シーズン以内
保守的なマネジメント体制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 運転資本テスト</li> <li>・ 負債に関する制限</li> <li>・ ビジネス活動への制限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Arsenal の金銭的負債額の制限</li> <li>・ Arsenal FC がサッカー以外の活動をする事への制限</li> </ul>
サッカーの構造的変化	モニタリング増強	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Arsenal FC は取引に派生する課題を議論するために信託機関や財務保証人と公開ディスカッションを開催する</li> </ul>

表6 サッカービジネスにおける信用リスクとその軽減策

～サッカービジネス特有のコバナンツの例～

(出典 Barclays Capital et al(2006)他<sup>69</sup>)

<sup>69</sup> Barclays Capital et al(2006)p.22 および Arsenal Bond Prospectus pp.89-95

## 第4章 ファンの経営参加によるクラブガバナンスの強化（サポータートラスト）<sup>70</sup>

### 第1節 本章のねらいと調査の方法

#### （1）本章のねらい

前章では、最初にサッカーバブル時期での負債（デット）ファイナンスであるセール・アンド・リースバック取引を検討した。「リスク」と「規制」があいまって、プロダクト・イノベーションとしてこの取引が生まれたが、取引関係者が皆、短期的な利益を追い求めた結果、クラブガバナンスが形骸化し、倒産に至った例を見た。プロダクト・イノベーションの下で、複雑な取引が当事者間だけで完結したためにクラブのガバナンスが効かなかったのである。

それに対して、21世紀に入ってから、負債サイドによるガバナンスとして、事業の証券化（WBS）が開発された。会社（オリジネーター）の信用から、入場料キャッシュフロー等を切り離し、浮動担保と管理レシーバー制度<sup>71</sup>を活用する仕組みである。更に高格付の保険会社から保証を得ることで、債券の格付けをアップし、大規模公募債を発行し資金調達できたのである。その過程で、債券の要項で各種の縛りを規定することによって、発行者（SPV）及びクラブ会社（オリジネーター）のガバナンス強化が図られている。クラブ株式が上場廃止となり、株主（エクイティ）からのガバナンスが難しくなっている状況で、債券（デット）からのガバナンスは今後の展開で発展が大いに期待される。例を見ても、従来からガバナンス意識が強い Arsenal FC のみならず、上場廃止により全株を外国人株主が買い取ったため、業績開示に消極的な Manchester United ですら、大規模公募債（事業の証券化 WBS）を行うに際して企業内容開示を行ったことは、デットからのガバナンスが有効であることを証明している。ただし、このようなスキームは英国プロサッカークラブのほんの一部のビッグクラブに限られている。

これに対して、大多数のプロクラブのガバナンス強化の有力な手段として、サポーター

---

<sup>70</sup>本章は西崎信男（2010a）を一部改変したものである。

<sup>71</sup>管理レシーバー制度：林(2010)170頁引用。「浮動担保権者が選任するレシーバー（財産管理者）に担保物の管理、処分、さらに債務者の経営管理権まで担わせる制度です。レシーバーは債権者の利益に沿って行動します。」

トラストがある。必ずしもクラブ株式を所有しなくてはならないわけではないが、相互会社形式のサポータートラスト経由でクラブ株式を購入することによって、クラブの有力な利害関係者であるファン（サポーター）が経営参加する方法である。非上場会社であるクラブのガバナンスに有効である。

本章のねらいは、

- 1) プロスポーツにおける企業統治の先進事例である英国プロサッカーにおいてファンの経営参加が誕生した背景を明らかにすること、
- 2) ファンの経営参加の重要性、日英のプロサッカーにおけるファンの経営参加の諸形態を比較分析することによって、サポータートラストのクラブガバナンスでの有効性を明らかにすること
- 3) 英国プロサッカーリーグにおける新たなファンの経営参加形態であるサポータートラスト<sup>72</sup>の仕組みを明らかにすること、
- 4) サポータートラストの仕組みが、プロ・スポーツクラブでファンの経営参加を達成するため重要な意義を持つこと

を論じることである。

日本のJリーグでは誕生以来、ドイツのブンデスリーガをベンチマークとしており、今やプロサッカーの中心的存在となった、英国リーグの仕組みが必ずしも研究されていない。サポータートラストが研究され、その考え方、仕組みが日本のJリーグ等プロスポーツ産業に取り入れられスポーツ産業拡大、ひいては日本経済活性化に資することを望むものである。

## (2) 本章の調査の方法について

第1章第3節で見たように、Michie et al(2005),Trenberth et al(2007)等ファンの経営参加についての先行研究はあるが、相互主義 (Mutualism) について Michie, J(1999)があるだけで、サポータートラスト他の仕組みについて分析・まとめた先行研究は見当たらず

---

<sup>72</sup> サポータートラストは2009年6月現在、150以上のプロ及びアマチュアのサッカークラブ及びラグビークラブで設立されている。その会員は12万人以上。STが株式を所有しているクラブの数は110あり、そのうちSTが過半数の株式を所有しているクラブが16ある。クラブには現在45人以上のサポータートラスト選出の取締役がいる。Supporters' Direct(2009)

ない。そこで研究の中心となるのは英国金融サービス機構（FSA）<sup>73</sup>、政府関係団体サポーターディレクト（SD）<sup>74</sup>、各サポータートラスト等の HP に掲載されている法律（会社法他）・規制・情報・パンフレット・クラブ定款が中心となる。英国と日本では法制度が異なり、特に日本では一般的な相互会社法がないため<sup>75</sup>、相互扶助の考え方、仕組みを分析するために、またファンの経営参加の実態を調査するために、2009年8月7日から18日まで英国にてフィールド調査を行った。往訪・インタビュー先として、英国政府関係団体サポーターディレクト、ロンドン大学 Birkbeck College、ファンがクラブを所有する AFC Wimbledon の他、プロサッカークラブ経営陣、及びトップリーグのプレミアリーグのサポータートラスト、サポータークラブを中心とした。

## 第2節 ファンの経営参加によるガバナンス：サポータートラスト

### （1）ガバナンスにおけるファンの経営参加の重要性と仕組みの諸形態

サッカーではファンをサポーターというが、サポーターは普通の消費者と大きく異なる。サポーターは経済学的には「非合理的」で、入場料が高くてもスタジアムが貧弱でもチームのファンを辞めない。まさにクラブはファンを「何もサービスしなくても喜んで入場料を払う金づる」と長くみなしてきた。うべかりしメリットを享受せず、一方的に剥奪されるのがサポーターだった。そのクラブの怠慢が大事故につながり、政府（労働党政権）も後押ししたファンの経営参加が始まった。

大多数のクラブにとっては、安定的資金調達の間からもファンの重要性は大きくなっていく。サポーターがスタジアムを埋めて入場料収入を上げる、さらにスタジアムでサポーターにグッズを販売することが収益の基本になる。入場者が多いとスポンサーにとっても広告宣伝効果が向上し、TVも視聴率が上がるので、TV局も多額の放映料を払うことにつながる。いまやクラブにとってはファンをいかに維持するかが経営の基本になったのである。

それでは如何にしてファンの経営参加を達成するか。図 12 に日英のプロサッカーリー

---

<sup>73</sup> FSA : <http://www.fsa.gov.uk/>

<sup>74</sup> Supporters' Direct : <http://www.supporters-direct.org/>

<sup>75</sup> 日本でも近年、会社法（平成 18 年 5 月施行）の「合同会社」、および一般社団法人及び一般財団法人に関する法律（平成 20 年 12 月施行）の「一般社団法人」が定められ、それらは「相互会社」に近いものであるが、一人 1 票をとっていない点で相互会社とは異なる。

グにおけるファンの参加形態を示した。

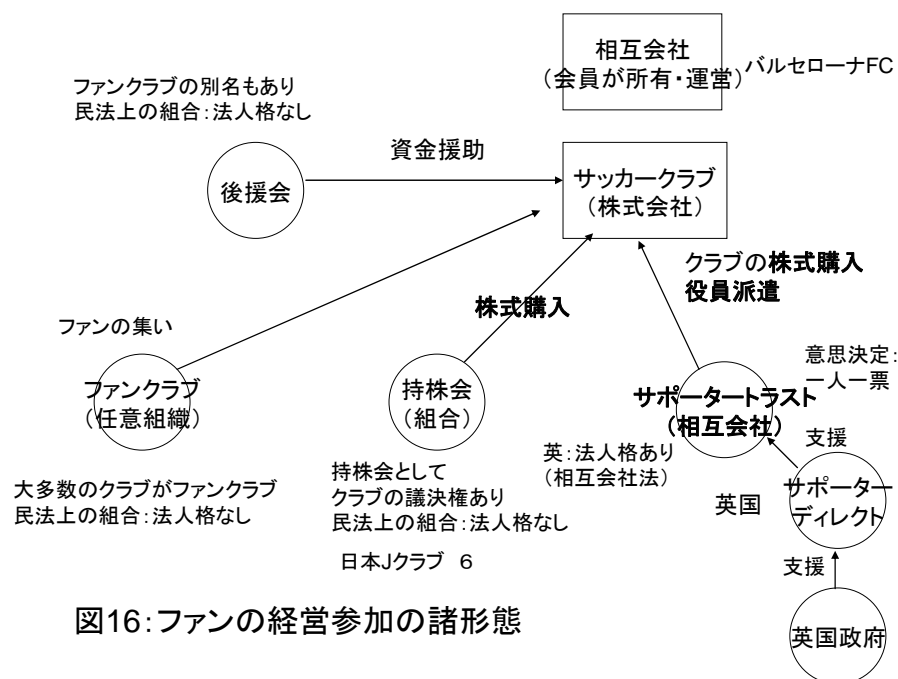


図16: ファンの経営参加の諸形態

出典：筆者作成

まずはクラブそのものをファンが経営する、換言するとクラブをファンが直接所有する形態である。相互会社組織 (mutuals) とされるものでスペインの FC バルセローナが有名である。次に間接的所有形態としてサポータートラスト (Supporters' Trust) がある。クラブは株式会社のままで、ファンが信託(トラスト: trust)という名称の相互会社(IPS 後述) の仕組みを使って、クラブの株式を共有して経営に参加する形態である。他に日本では応援組織であるファンクラブ(英国では ISA: Independent Supporters' Association、つまりサポータークラブと呼ばれる)、または資金援助団体である後援会(ファンクラブと同じ)、そしてサポータートラストに形態が似ている持株会がある。

細かく見て行く。まず究極の民主主義と言える相互会社組織 (mutuals) が挙げられる。これは英国では住宅貯蓄組合 (Building Societies) でなじみの形態で、取引の両側 (売りと買い) と同じ関係者が立つことで、通常であれば取られるスプレッド (利ざや) を小さくできるものである。情報コストの削減にもなる。スポーツにおいては、ファンがゲームの生産者 (スポーツサービスの共同生産) であり消費者でもある。例えばチケット代は当然安く出来るはずである。しかし 90 年代中盤以降プロサッカーが有料 TV の人気コンテンツとなって以来、ゲームの共同生産に参加しない TV 視聴者が急増し、サッカーの商業



化が大きく進んだ。そのためチケット代が急騰し、ファンがスタジアムから締め出される状況が発生している。クラブ運営の高コスト化の中で、バルセロナ FC はスペインにおける政治・民族背景から 10 万人を超える会員を持ち、財政的にも運営が成功している稀有のケースと言われている<sup>76</sup>。しかしながら、特殊例であるバルセロナ FC を別にすれば、買収金額が 1000 億円を超えるような大きなクラブを買収して相互会社化することは現実的とはいえない。

次に相互会社化を代替する形態としてサポータートラストがある。その誕生の背景には、前述の通り 1988 年のヒルスバラ事件が契機となって労働党内閣がサッカーを国技 (People's Game) と公式に認めファンの待遇改善、ファンのクラブへの経営参加を支援し始めたことがある。1992 年それまでに小クラブであったノーザンプトン・タウン FC でクラブ倒産危機にサポーターが立ち上がり資金拠出した際に、信頼できない経営陣から拠出金を守るために信託機関を置いたことからサポータートラストの仕組みが始まっていた<sup>77</sup>。その経験と仕組みを研究し、汎用の仕組みを作って全国のクラブに指導・伝播させたのが、政府主導のサポーターディレクト (Supporters' Direct) である。2000 年に設立してから、全国に伝播され今やトップリーグのプレミアリーグでも 60% にサポータートラストがあり、プレミアリーグの 25% のクラブは取締役を受け入れているなど英国国内での普及は目覚ましい。

---

<sup>76</sup> Gil-Lafuente, J. (2007) pp.186-207

<sup>77</sup> マクギル (2002) 276-277 頁参照。サポータートラストは、英国での信託 (Charity 法) で列挙される信託に該当しない。しかし最初に Northampton Town FC でサポータートラストが生まれた時に、その仕組みを「信託」として名前をつけた歴史的経緯がある。その後政府支援を受けた中央機関サポーターディレクトがサポーターのために法的他の整備を行い、現在の仕組みになったが、既にサポータートラストの名称が一般に定着してしまったのである。信託ではない IPS の仕組みを「トラスト (信託)」とブランドネームとして使用しているのである。(Supporter' Direct の Kevin Rye 氏へのヒアリングによる。2009/8/10)

(2) サポータートラストの仕組み・意義

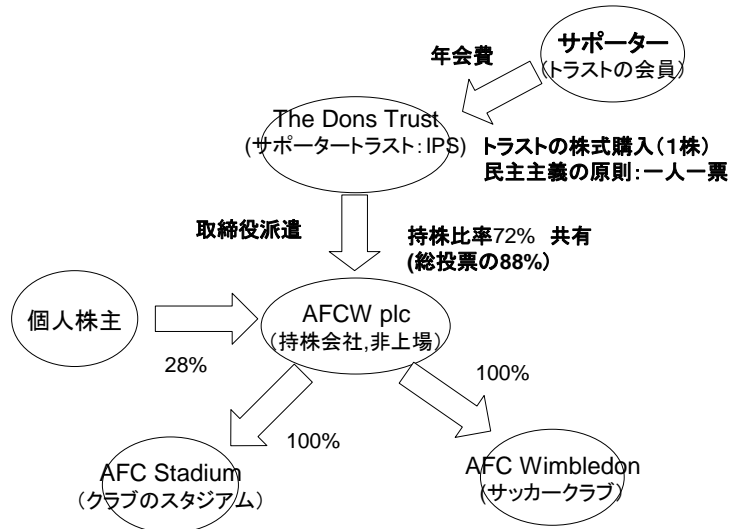


図17: サポータートラストの仕組み  
(AFC Wimbledon: クラブを所有している例)

出典: AFC Wimbledon HP<sup>78</sup>より筆者一部改変して作成

サポーターがクラブを直接所有する代わりに、相互会社 (IPS: Industrial and Provident Societies) を設立し、その IPS 経由で会員 (サポータートラストに会費を払ったメンバー) は共同して (collectively) クラブの株式を購入する、さらに場合によっては株式購入によって取締役を派遣する仕組みである。サポータートラスト (以降”ST”) は IPS 法 (Industrial and Provident Societies Act 1965 産業福利給付組合法<sup>79</sup>: 以下「相互会社法」と呼ぶ) という法律に規定され、法人格を持つ協同組合である点が特色である。金融サービスを行うので英国金融サービス機構 (FSA: Financial Service Authority) に登録され、かつ監督下に置かれるので、サポータートラストが法律に抵触する行為を行った場合は、監督官庁である FSA が登録をキャンセルする等、厳しい運営がなされるなど法的担保がなされている。

サポータートラストでは、必ずしもクラブ株式を所有する必要はないが、所有しない限

<sup>78</sup> AFC Wimbledon: <http://www.afcwimbledon.co.uk/>

<sup>79</sup> 財) 損害保険事業総合研究所 (2004) 81 頁参照

り、クラブ経営に参画しにくい。そこで、サポータートラスト経由、ファン（サポーター）はクラブ株式を共同購入し、議決権行使することによって、クラブの経営にガバナンスを働かせる。今やクラブ株式は、ベンチャー市場（AIM）に一部が上場されている以外は、非上場がほとんどであるが、サポータートラスト経由クラブ経営者にコンタクトし、クラブ株式を購入できる。序章で言及した Michie et al (2005)によれば、サポータートラストはクラブガバナンスにとって有効であるとのアンケート調査結果が出ている。

図 17 は、サポータートラストが、単にクラブ株式を購入するだけではなく、プロサッカークラブを所有（過半数の株式を支配する）するに至っている AFC Wimbledon plc (クラブ)の The Dons Trust (DT)の例である<sup>80</sup>。流れを見たい。まずサポーターはサポータートラストの会員(a member)となる。本例では年間 25 ポンドを会費(membership fee)として支払い（銀行口座自動引き落とし可）、うち 1 ポンドが ST の株式 1 株購入代金(当初 1 回限り)となる。つまり DT の株主となる。その DT が、AFCW plc（非上場の持株会社）の株式の過半数を押さえることによって、子会社化して役員を派遣する。更にこの AFCW plc がクラブ（AFC Wimbledon plc）とスタジアム（AFC Stadium）の株式を 100%所有する仕組みをとっている。この方法によって、サポーターは DT 経由（間接的に）、サッカークラブ AFC Wimbledon plc を 100%所有する AFCW plc の株主となることによって、クラブの実質株主となり、クラブを所有していることになる。サポーターと相互会社 ST の関係は、相互会社法で、会員 1 人 1 票（one member one vote）で民主的に、かつ非営利(not for profit)で運営されることが保証されている。そこで ST の役員(a director)が数名選挙で選ばれ、さらに ST の役員数名がクラブの持株会社である AFCW plc へ役員(an executive director)として数名派遣され、クラブの経営を担当する。その際、プロサッカーの現場運営の専門家を、外部から役員(a non-executive director)として雇用することが出来る。

まとめると、本仕組みは、1) サポーター（会員）は、サポータートラストの役員に自ら立候補でき、また選挙で役員を選ぶことができるなど民主的仕組み(democratic)である。さらに会社法(Company Law)上の会社は営利団体（for profit）であるのに対して、サポータートラストは非営利団体である点で、長期的視点に立った経営が行いやすい利点がある。2) トラストの会員は年会費の中からトラストの株式 1 株を購入する（初年度のみ。1 株 1 ポンド。DT の場合は、株券を発行する）。会員株主は役員選挙他重要事項の投票では

---

<sup>80</sup> The Dons Trust: [http://www.afcwimbledon.co.uk/aboutthetrust.php?Psection\\_id=10](http://www.afcwimbledon.co.uk/aboutthetrust.php?Psection_id=10)

一人1票の投票権を持つ。DTがクラブの持株会社 AFCW plc の大株主として経営権を握るので、DTの会員は間接的にサッカークラブ AFC Wimbledon plc のオーナーとなる。3) FSAに登録され、かつ管理されているので、トラストの定款 (Constitution) から逸脱した規則の変更、運営はFSAから認められない等、法的担保がある。4) クラブの持株会社が上場している場合は、会員がトラストに設ける口座から定期的に株式を購入し、共同で株式を所有する。小額の投資で、株主になれるメリットがある。ただし、保有株数の多寡に関わらず、STでの経営意思決定においては一人1票の原則が適用される。他方、STの会員が共同保有している株式の権利行使については、クラブの定款によって異なる。STからの派遣取締役を含めて一人1票の民主制ルールで議決する場合も、クラブにおけるSTの持株に応じた議決権行使を行う場合もある。

以上のように、サポータートラストは相互会社 (IPS) の仕組みを活用することによって、ファン (会員) のクラブへの経営参加を可能にする。さらに相互会社は相互会社法によって、法人格を所有するので、1) 自己の名義でクラブ株式を購入できる、2) その他の取引の当事者となれる。それらの点で ISA (法人格のないファンクラブ) に比して大きなメリットがある。

このようなメリットを持つ相互会社 (IPS) として認められるためには、相互会社法で以下のいずれかの条件を満たす必要がある。1つはメンバー間の相互扶助を目的とする (bona fide co-operative for the mutual benefit of their members) 団体、もう一つが自分たち以外のコミュニティーへの慈善事業を行う (for the benefit of the community) 団体である。後者についてはサポータートラストが誕生した際にトラスト (信託) の名称がつけられたが、サポータートラストはチャリティ法 (Charity Law) 上のチャリティではない<sup>81</sup>。本来は相互会社が解散する際には、会員に財産を配分するが、定款でクラブの立地するコミュニティーに資産を寄付すると規定されることが多い。いずれの条件からもサポータートラストは相互会社 (IPS) として認められるのである。

このIPSは、会社法 (Company Law) 上の会社 (a company) とほぼ同じであるが (有限責

---

<sup>81</sup> Industrial and Provident Societies Guidance Note by Co-operatives<sup>uk</sup>, 前書き及び p1 参照。 ”for the benefit of the community”については、慈善団体 (charity) に外見的に見え、行動も慈善団体に見えるが、慈善法 (Charity law) の下での組織ではなく、FSAに管理される。英国ではこのような団体を halfway house と言う。(Supporters' Direct の Kevin Rye 氏からの email による。2009/09/29)

任 limited)、保有株数にかかわらず一人一票の原則で (a principle of one member one vote) 民主主義が貫かれている点、非営利 (not-for-profit) である点で、会社と大きな違いがある。この点がクラブにおけるファンの経営参加を実現させる際に重要な点である。

サポータートラストが、日本の J リーグ 6 チームにおける持株会 (英国にはない形態であるので、ここでは直訳で Share Purchase Club と呼ぶことにする) と異なる大きな点は、サポータートラストが法人格をもつこと、そして相互扶助の精神 (co-operative)、コミュニティへの貢献 (for the community) が貫かれている点である。クラブ経営に民主的な代表を送ること、株式購入を通じてクラブ、サポーター、地域コミュニティの共通の目的を持つこと、そしてスポーツを通じて地域の核となることがトラストの定款に明記されている (Appendix[8]参照)。この目的が書かれた定款を変更する場合、精神に合わない変更は FSA の規定で認められない。一部のファンがトラストを支配して、定款の規定からはずれる行動がとれないよう管理されている。

これに対して、日本のシステムとして J クラブ 6 チームで採用されている制度がクラブの持株会 (民法上の組合である。法人格なし) である。

- 目的: 地域住民に広く株主になってもらい、Jクラブへの支援・参画意識を高める
- 法的形態: 組合 (民法667・1): 業務執行一各組合員あるいは各組合員から委任された業務執行者

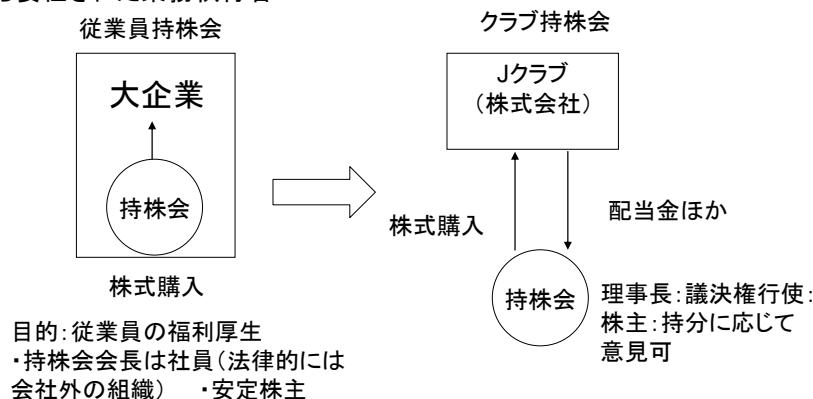


図18: クラブ持株会 (日本: Jリーグ)

出典: 武藤 (2008) を参考に筆者作成

大企業の持株会<sup>82</sup>を参考に、財政的に苦しむクラブを助けるために、地域住民に広く株

<sup>82</sup> 道野 (1997) 1552-1578 頁参照

主になってもらう仕組みである。会員はサポーターに限定せず、誰でもなれる。個々人では、少数株式しか購入できず、クラブ経営意思決定に参加することは望むべくもないが、持株会を経由して多数の株式を所有でき経営に影響を与えられる仕組みである。持株会はサポータートラストと仕組みが外見上類似しているが、民法上の組合との法的位置づけで、法人格がなく持株会の議決権行使の方法、理事の選出方法等に規定が明確ではない。また相互扶助の精神が仕組みに埋め込まれていないこと、任意組合は法人格をもたない個人の集合体で、登記や決算広告等情報公開の必要がないことから、金銭を扱うクラブ持株会としてガバナンスを外部から判断することが出来にくいこと、FSA 等の監督など法的担保がない点で、サポータートラストと大きく異なる。そのため持株会方式では、会員からの不満が多い。英国では持株会はないが、同じく法人格を持たないサポータークラブ (ISA) でも、持株会と同様の問題、不満が聞かれる。持株会については、J リーグの理事でもある武藤 (2006) (2008) はファンの経営参加はアマチュアの経営参加を認めることになり、クラブとして、また J リーグとして好ましくないと論じている (Appendix[9]参照)。現状日本では、クラブ持株会のみならず、ファンの経営参加そのものに対して積極的に推進する動きは見られない。

これらの他の形態として、ファンクラブがある (英国では Independent Supporters' Association)。この形態も持株会と同様に、民法上の組合で法人格を持たない。またクラブの株式を所有しないため、クラブの経営に参加することは実質的には出来ない。あくまでファンの立場から、クラブを支援し、クラブの運営に希望を表明する。それに対して、クラブ側は最大限の配慮を払うと言明するだけで、ファンクラブは経営に対する強制力を持たない。英国ではクラブが買収され上場廃止される際、ファンがクラブ株式を所有して議決権行使をしたい場合でも、クラブがファン株主から株式を全株買い取るのが普通である。例えばチェルシーFC の事例では、ファンクラブしかなくサポータートラストは設立されていない。そのため巨大化したクラブとファンとの親密な関係が、崩れてきたといわれている。

サポータートラストが持株会、ファンクラブ等に比較して優れている点は、法人格を持つことである。そもそも法人格を自ら持たないと、クラブの運営に際し、実務的に取引の相手方になれないので、効率性にも欠ける、また仕組みの中での運営が不明確になり易い欠点がある。

このサポータートラストが英国で誕生し発展してきたのには、英国におけるサッカーの

位置づけの問題に大いに関わると思われる。日本ではアマチュアリズムが未だに強く、政府には、特にプロスポーツを振興するとの考えはない。従って、政府は関与せず、スポーツ関係者も意識が進化していないと言える。一方、英国ではサッカーに特徴的に見られるように、サッカーというスポーツを、プロであれアマであれ、英国政府が国技と高く評価し、サッカー振興を社会的、文化的に望ましいと支援している。そのため政府はサッカー支援のために補助金を提供し、その条件としてファンの経営参加を促した経緯がある。その後も、政府関係団体であるサポーターディレクト経由で、英国内のスポーツクラブ（現状サッカー、ラグビー）に対して、サポータートラストの設立支援を続けている。

### 第3節 本章のまとめ

1) 英国サッカー及び世界のサッカービジネスは、1990 年半ば以降急成長を遂げたが、2008 年夏以降の世界不況でビジネスモデルの再構築が問われている。「組織は戦略に従う」（チャンドラー）。そして戦略は環境に従う。英国プロサッカークラブでガバナンスの充実に向けて取り組みが始まっている。景気変動に左右されるスポンサー、TV 放映権に頼るのではなく、安定的支持基盤であるファンこそがクラブ経営の中心である。そのためにはファンのクラブへの経営参加を図るのがガバナンスの方向性であろう。

2) サポータートラストは、弱小クラブの支援から出発したファンの支援組織であるが、ファンの経営参加の形態として英国内のサッカー、ラグビーで急拡大している。更に、その勢いは欧州大陸の国々にまで及んできつつある。相互会社（IPS）の仕組みを活用して、相互扶助（co-operative）の精神で民主主義的運営を達成し、更に IPS 名義でファンの持株を共有（hold collectively）して、大株主として経営にファンの声を反映させる仕組みである。そこには IPS 法と FSA の管理・監督で縛って、一部の人間の独走を許さない法的担保がある。サポータートラストは、より良いガバナンスの観点から他の経営参加形態であるファンクラブ、持株会に比較して優位性がある。

3) 日英におけるスポーツの位置づけ、法律の相違があるので、日本での展開は異なる。日本では相互会社の規定が保険業法にあるだけで相互会社法はない。従って、ファンの経営参加の受け皿となる相互扶助精神を生かす組織は現状見当たらない。考えうるのは、サポータートラストを「信託」<sup>83</sup>の仕組みに組み替えていく方向性であろう。信託は、財産

---

<sup>83</sup>信託とは、第三者（受益者（beneficiary））のために、（委託者（settlor）の）財産を受託者（trustee）によって所有させる取り決めである。受託者は、当該財産の法的所有者であるが、受益者が英国法上のエクイティ（equity）の利益を持つ。信託は、意図して設定できるし、又は（裁判所が）法を適用して信託

管理の仕組みであり、信託目的を、設けることも、設けなくて最低現状維持の単純管理を行う等も、自由に設定できる。その意味で、相互会社の理念（一人1票の民主制等）を、信託スキームで実現できる可能性はあると思われる。信託スキームも含めて、ファンの声を経営に反映させる仕組みを今後の研究課題としたい。

本調査のためにロンドンの諸機関を往訪したが、相互扶助（co-operative）の概念が英国ではごく自然に受け止められている。サポータートラストは、個々のファンとトラストの間で一人1票の原則による民主主義的運営、更に非営利組織として株式会社には難しい長期的視野での経営を達成できる仕組みである。当然のこととして、株式会社であるクラブに対する影響力の面から、トラストは少数株式しか持たないファンの株数を共有することで大株主として、資本主義の論理でファンの声を経営に反映させることができる。この仕組みではFSAの監督がある点もトラスト運営の適正化に大いに資すると思料される。今後はプロスポーツ全般で、本仕組みが検討され、それぞれの国の法制度等に合わせて取り入れられていくべきであろう。

一方、ファンの経営参加について、サポータートラストがクラブの運営に対する脅威になるとのとりえ方もありうる。たしかに広告宣伝価値、ブランド価値を高く評価されるビッグクラブでは、営利目的で資金力豊富な外国人投資家による（買収する会社の資産を担保に借入を行うLBO等を使う敵対的）企業買収が発生する。しかしサポータートラストは、サポーターで組織される非営利・相互組織であり、主にクラブの存続自体が難しい弱小クラブへ経営参加を行っており、脅威となる危険性は小さいと言える。そもそも、サッカービジネスが収益ビジネスと考えるところから間違っているとのコメントがある<sup>84</sup>。むしろクラブもサポーターもクラブの存続を希望している。「大多数のSTによるクラブ所有はクラブが債務不履行（insolvency）になったときにクラブを破産手続き（administration）から救いだす過程で生じている場合が多い。」<sup>85</sup>

従って、サポータートラストも（敵対的）企業買収を企図するものではなく、純粋にファンの声を反映させる仕組みととらえるべきであろう。現実の運用では、ファンはサポータークラブの会員になること自体が「荣誉」ととらえているようである<sup>86</sup>。

---

であるか否かを判断する（擬制信託）。Oxford University Press(2003) p. 517

<sup>84</sup> Kuper et al.(2009) pp.83-105

<sup>85</sup> Supporters' Direct の Kevin.Rye 氏のメールによる回答 2009/11/9

<sup>86</sup> サポータートラストは、クラブの株式をクラブ会員の資金で購入し所有するが、クラブからの配当金



サポータートラストは斬新な取り組みではあり大きな広がりを見せつつある。クラブを救う点では現時点までは成功しているが、STが民主的であることの合理性には異論もある。また将来的にロンドンオリンピックの資金需要拡大、また労働党政権から保守党への政権交代等STにとって逆風が起こる可能性もある。まさにSTの仕組みが成功するかどうかの分水嶺にいると言える。この数年、世界的な景気後退が続く中、続々と地方の弱小クラブを中心に支払い不能、そして破産手続き開始が起こっている。それを救ってきたのがサポータートラストである。もしSTがなければ地域のシンボルであるプロサッカーチームが消えていった可能性がある。その意味で、確たる評価は今後をまたなければならぬが、ファンが参加してクラブに対して資金的に支援できる仕組みを提供できたことは、クラブのガバナンスを考える上で、大きな前進と言えよう。

---

を期待していない。一種の献金（寄付金）として把握している。（AFC Wimbledon の Erik Samuleson, 氏に 2009/8/12 ヒアリングしたものである）

## 終章 スポーツマネジメント確立のためのガバナンス

### 第1節：二極分化するサッカーリーグとガバナンス

1) 英国プロサッカーリーグは史上最高の売上を記録しているが、倒産も急増している。その理由は、サッカークラブは私企業ではあるが、経営意思決定のプロセスにおいて、スポーツ目的（勝利）が重視されており、ファンのみならず、経営者も利益最大化ではなく効用最大化（勝利至上主義）を求めるからである。サッカーにおいては、人件費総額とチーム成績と強い相関関係が見られること、サッカーがオープンモデルであることも、競争を激化させている原因である。プロスポーツを分類した場合、ビジネスとして発展したアメリカのプロスポーツ（クローズド・モデル）では利益最大化>効用（勝利）最大化、アマチュアリズム（スポーツ）として発展したヨーロッパのプロスポーツ（オープン・モデル）では利益最大化<効用（勝利）最大化となる。この違いが、アメリカではリーグの共同生産（規制がなくても、競争バランスが取れる）に収束させようとするのに対して、ヨーロッパ、特にサッカーでは経営者もファンも勝利がすべてに優先するので、無理な補強から、経営破たんに向かう傾向にある。

2) 英国トップリーグのプレミアリーグの中でも、一部トップクラブと、その他のクラブには戦力格差、経営格差が大きい。トップクラブは毎年リーグ優勝を競い、その結果、ヨーロッパのチャンピオンズ・リーグ進出で巨額の売上高を挙げている。その他の多数のクラブは、降格を避けるため、または（2部リーグクラブの場合）昇格を目指して選手増強に走り、売上高人件費率は維持できないレベルに達して、経営を脅かしている。英国プロリーグの中のエリートリーグであるプレミアリーグの中にも、少数のトップクラブとその他クラブという区分けが既に厳然と存在する。

3) サッカークラブの利害関係者は株主、債権者（社債権者、銀行）、ファン、地域住民、地方自治体、英国でいうサッカー関係者（FA,FL等リーグ団体、選手、選手協会、他のクラブ等）等、一般企業に比べて幅が広い。またファン（一般企業では消費者にあたる）がクラブの経営に参加する等特異な位置づけがあり、またサッカー関係者優先などの特別な規則が存在する点で、一般企業と大きく異なる。

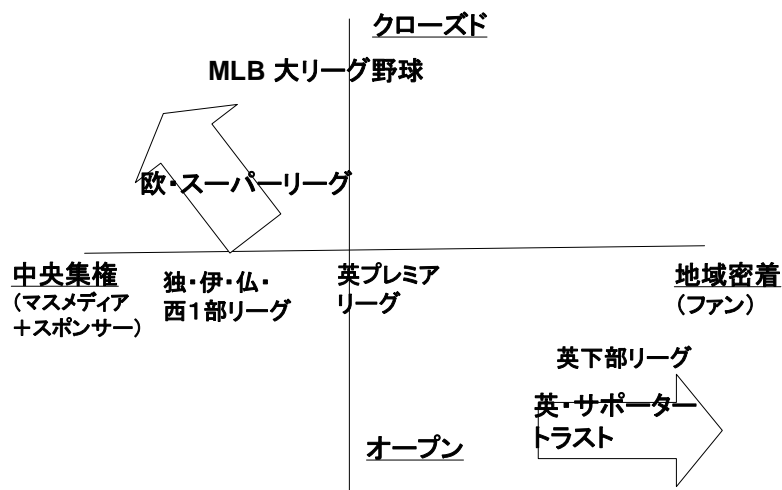


図19: サッカー産業のビジネスモデルの方向性

出典: 図2を基に筆者作成

4) そこで、英国プロサッカークラブの経営の方向性の一つとして、プレミアリーグのトップクラブ (Manchester United, Arsenal 他、数クラブ) は、ヨーロッパのイタリア、ドイツ、フランス、スペインの一部リーグのうちのトップクラブと組んで、例えば国境を超えたスーパーリーグ (Supra-Regional) を創設し、参加する方向が考えられる。限られた数のビッグクラブが参加する一種のクローズドモデルである (Vrooman(2007)と同様の方向性である)。地域的にはオープンであるが、リーグの運営としてはセミ・クローズドとなる。いわば、現在の英国内でのプレミアリーグ(PL)対その他クラブのリーグであるサッカーリーグ(FL)をヨーロッパに拡大するものである。それらのクラブは、クラブ強化のための資金調達に関しては、外国人オーナーの資金力に頼る方法をとっているが、クラブの利害関係者は株主だけではない。またオーナーがクラブ経営から退いた場合のリスクが残る。したがってクラブのより良いガバナンスのために、自ら資金調達すべきである。前章で詳しく論述した通り、株式に代わる債券 (証券化) での調達はクラブガバナンスの強化のために、大きな効果がある。Arsenal や Manchester United の事例で証明されている。企業規模としては、中小企業にしかすぎないプロサッカークラブは、そのビジネスモデル、ブランド価値によって、大規模資金調達を公募で実施することができる。その見返りに、非上場クラブ、または開示の必要がないベンチャー市場企業であるサッカークラブが、一般大衆に企業内容を開示するのである。また、一般投資家にクラブが発行する債券の信用度を格付け取得の過程で、第三者の格付機関からそのビジネスモデルに対して、厳しい (信

用) 格付審査を受ける。これによって、クラブはクラブ経営に対して、社債権者のみならず、一般大衆の監視を受けることになり、ガバナンスの強化が図れ、ゴーイングコンサーンとして事業を継続する基盤が出来る。

企業経営に対するガバナンスは、社債権者の関与は最終段階にならないと可能ではなく、通常では株主こそガバナンスの主人公であるとの主張がされている。一般上場企業であれば、その議論は理解しうるが、そもそも収益性が低いサッカークラブへは、機関投資家の投資ニーズは期待できない上に、個人投資家はファンであるので、収益を期待しないで、株式を売買せず持ちきる状態では、株主にガバナンスを期待できない。さらにサッカー業界ではサッカークラブが上場廃止にまで進んでいる以上、株式での資金調達は難しい。そこで債券発行によるガバナンスは重要性を増す。特に公募債での債券発行の企業ガバナンス効果は、不測の事態になる以前に警告が出るシステムが契約書に規定されており、ガバナンス効果は大きい。

ビッグクラブの欧州スーパーリーグが創設されれば、クラブ経営者は特異なルールを勘案しながら、幅広い利害関係者の利害を調整する課題を担う。名実ともに大企業として脱皮するためには、企業収益を目的として株主の期待に応える必要がある。高度で複雑な経営管理が行える人材が必要とされるであろう。そこでは証券化、債券発行、銀行借入、リース等の負債での資金調達はレバレッジ効果による経営効率向上 (ROE 自己資本利益率等) の側面もあり、サービス産業としての魅力を総合的に強化し売上を伸ばすことが要求されるであろう。プロサッカー企業から、一般企業への脱皮が要請される。

5) もう一方の方向性は、ファンがクラブに出資して資金支援を行い支えるサポータートラストである。プレミアリーグの中の一部ビッグクラブ以外の大多数のクラブに該当する方向性である。欧州の他のリーグでも、クラブ経営のガバナンスが効果的になされているのはドイツと、国の支援が強いフランスである。英国では基本的に、政府は民事不介入が原則であるので、フランス型は導入難しい。そこで参考になるのが、ドイツの非営利会員制組織であろう。

現在のプレミアリーグは選手増強のための資金需要を、一部入場料値上げで賄っている状況がある。入場料値上げは、重要な利害関係者であるファンを排除する結果となっている。クラブの成績とクラブ財政という二律背反の課題を解決する一つの有力な方法が、サポータートラストである。クラブ株主の立場を持ち、同時にクラブのファンで試合の消費

者を兼ねる相互会社組織（サポータートラスト）はクラブ経営のガバナンス強化のために有効であろう。サッカーは地方にあっては特に、地域のソーシャルキャピタルの位置づけが大きく、従って、政府が危険防止のため、有事として例外的に介入しスタジアム整備に乗り出した経緯がある。元来、北部イングランドの工業都市（マンチェスター、リーズ、リバープール等）の工場労働者のために奨励された歴史的経緯もあるので、再び地域のプロスポーツとして再スタートすることが出来る。そこでは、地域のファンの資金援助（出資、貸付、寄附）を確固たるものにするために、サポータートラストは重要な役割を果たす。

21世紀はじめまでプレミアリーグ（旧一部）で活躍した Wimbledon FC(現 AFC Wimbledon)は、外国人によるクラブ買収、本拠地移転、クラブ分裂等を経て、現在 Slue Square Premier League(5部)に所属しているが、サポータートラストが経営するクラブとして少数ながらも熱狂的なファンがクラブを支えている。有名プレーヤーが全くいないチーム間の試合であっても、地域対抗、また同じ都市のライバルクラブ間の試合（ダービーマッチ）も、それなりに盛り上がる。結果が最初から予想されるビッグクラブとの試合とは別の楽しみ方がある。まさに競争バランス（competitive balance）があるので、盛り上がるのである。AFC Wimbledon の総会の議論でも、必ずしも将来プレミアリーグ復帰を目標とするかどうかでは、株主会員の意見は分かれている。このクラブに限らず、地域密着のプロクラブとして、ファンが経営参加することによって、クラブ経営のガバナンスがなされることが大多数のプロクラブの経営の方向性であろう。

## 第2節：本論文の意義及び今後の課題

1) スポーツ産業、とりわけプロスポーツにおけるクラブの経営問題に着目し、欧米でも数少ない先行研究を踏まえて、諸統計資料のほか現地でのフィールドワークにより収集したデータに基づく定性分析も併せて、法制面を含む分析を実施した。このような新しい研究対象領域に基づく研究例はわが国では未だ見られず、積極的に詳細な制度分析の取り組みと調査を行った点で先駆的意味があると思われる。

プロスポーツの歴史が長い欧米では様々な研究が進んでいるが、日本ではスポーツ・マーケティングが中心である。またJリーグにおける選手補強とチーム順位の実証研究が見られるが、制度論的に分析した研究はなく本研究は新規性があると思われる。

2) 経営学分野で近年盛んになっているガバナンス研究について、事業体としてのサッカー

ークラブないしリーグの経営や運営に大きく影響を及ぼしている財務状況、とりわけファイナンス方法との関連に焦点を当てて、金融革新技術（金融イノベーション）の視点からの考察も踏まえて、ガバナンスの問題点と展望を示していることに新規性があると思われる。

英国リーグでは、トップクラブは最新のファイナンス手法で資金調達を行い、その他大多数のクラブはファンの経営参加の手法で、サポータートラストを生み出している。資金調達の方法として、またガバナンスの方法としてクラブの規模に応じて対応している。英国リーグの革新性を示すものである。

しかし、セール・アンド・リースバック取引にみられたように、私募的な1対1の取引は透明性、説明性に問題がある。公募債がガバナンス強化のためにも好ましい方向性であろう。この分野における具体的案件の仕組み、意義について日本では論述したものは見当たらないので、本研究がファイナンス分野でも貢献できたと思われる。公募債発行によるガバナンス強化は仕組み面の予防的仕掛けからも、その意味付けが評価されるべきと考える。

3) 欧州での数少ない研究例では部分的にしか触れられていないサポータートラストに関して、ガバナンスとファイナンス（レバレッジを含む）の両面からクラブ経営における財務的安定性に対する有効なメカニズムを考察し提起していることで、実践性も備えた研究となっていると思われる。

サポータートラストはすでにプロ、アマチュアを問わず、他のスポーツ（ラグビー）や英国以外（ヨーロッパ）にも広がっており、将来日本への導入もありうる。サポータートラストの経営学的研究について、本研究が日本では最初のものと考えられる。

#### 残された課題と展望

1) サポータートラストの日本での展開の可能性について、法制度の違いがあるが、信託の仕組みを使うなど他の方法を研究していきたい。

2) 英国プロサッカーの革新性は、金融面で顕著である。本研究で取り扱った資産金融以外にも、革新的なファイナンス技術がある。本論文で検討した公募債発行によるガバナンス強化について、さらに他の仕組みも含めて、事例を研究することによって、明らかにしていきたい。

一方、日本のJクラブは未だ親会社からの支援を受けるなど、企業スポーツ的色彩が抜

けない問題点がある。企業のガバナンス強化の風潮の中で、親会社は赤字を続けるサッカークラブを支援することは難しくなる。親会社からの支援以外の資金調達方法を考える必要があるだろう。将来的には、私募債発行による資金調達の方法等を開発することを今後の研究課題としたい

## 参考文献

(日本語参考文献)

- 砂川信幸(2010) 「コーポレート・ガバナンスと資本コスト」、加護野他『コーポレート・ガバナンスの経営学 会社統治の新しいパラダイム』有斐閣
- 井出保夫(2007):『最新証券化のしくみ』日本実業出版社
- 伊藤秀史(2005)「企業とガバナンス」伊丹敬之他編 『日本の企業システム 第Ⅱ期第2巻 企業とガバナンス』 有斐閣 1-11 頁
- 岩井克人 (2005)『会社はだれのものか』平凡社
- 岩井克人 (2009)『会社はこれからどうなるのか』平凡社
- 角田幸太郎 (2006)「人的資源の会計的認識：日英プロサッカークラブの実務を例として」『経済学研究』 55-4, 2006. 3 北海道大学 79-94 頁
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久 (2010)『コーポレート・ガバナンスの経営学』有斐閣
- 小堀好夫(1993)『英国会計基準の系譜と展開』千倉書房
- 鯖田豊則 (2010)「証券化の税務と会計の再検討」『東京国際大学論叢商学部編』第 81 号
- 島田亨(2006)『本質眼』 幻冬社
- シマンスキー, S=ジンバリスト, A. 著、田村勝省訳(2005)『サッカーで燃える国 野球で燃える国 』ダイヤモンド社
- 庄司克弘(2003a)『EU 法 基礎篇』 岩波書店
- 庄司克弘 (2003b)『EU 法 政策篇』 岩波書店
- 財) 損害保険事業総合研究所 (2004)『主要国における共済制度の現状と方向性について』、財) 損害保険事業総合研究所
- 大和総研経営戦略研究所編著・青井倫一監修 (2009) 「ガイドンス コーポレートガバナンス」中央経済社
- 田作朋雄(1998)『イギリスのワークアウトー債権回収と倒産処理』 近代文芸社
- 西崎信男 (2009)「プロ・スポーツにおけるスタジアム戦略—英国プロ・サッカークラブのスタジアム・マネジメント—」『日本経営診断学会論集⑧』日本経営診断学会、145-151 頁
- 西崎信男 (2010a)「プロ・スポーツクラブへのファンの経営参加：英国サポータートラストの仕組み・意義」『スポーツ産業学研究』、Vol. 20, No. 1(2010), 53-64 頁



西崎信男 (2010b) 「英国プロサッカーの経営問題に関する一考察」『長崎大学大学院経済学研究科 研究論集第5号』長崎大学大学院経済学研究科、1-20 頁

林繁樹(2010)『証券化ビジネス・ガイドブック 実務とWBSへの展開』中央経済社

平田竹男・中村好男編著(2005)『トップスポーツビジネスの最前線2』現代図書

平田竹男・中村好男編著(2006)『トップスポーツビジネスの最前線』講談社

マクギル、クレイグ、田邊雅之訳(2002)；『サッカー株式会社』、株式会社文芸春秋、pp276-27

(McGill, C., *FOOTBALL INC VISION*, Paperbacks, 2001.)

道野真弘(1997)「従業員持株会の問題点」、『立命館法学』1997年6号(256号)、

pp1552(340)-1578(366)

宮内義彦編著(2008)『リースの知識』日本経済新聞社

武藤泰明(2006)『プロスポーツクラブのマネジメントー戦略の策定から実行までー』東洋経済新報社

武藤泰明(2008)「スポーツ組織の持株会の評価：Jリーグを例に」『スポーツ科学研究』, 5, 147-162, 2008.

山下章太(2009)『金融マンのための実践ファイナンス講座』中央経済社

(英文参考文献)

Banks, S. (2002). *Going Down, Football In Crisis, How the game went from boom to burst*, Mainstream Publishing

Barclays & RBS(2006). Arsenal Securities Plc L210,000,000 5.1418 per cent. Guaranteed Secured Bonds due 2029 Issue Price 100.058 per cent. And L50,000,000 Floating Rate Guaranteed Secured Bonds due 2031 Issue Price:100 per cent. Prospectus dated 18 July 2006 (投資家用 Arsenal Bond の発行目論見書 prospectus)

Barclays Capital & RBS(2006). Arsenal Securities Plc Investor Presentation July 2006 (Arsenal Bond 投資家説明会配布資料)

Beech, J., Horsman, S., & Magraw, J. (2008). The circumstances in which English football clubs become insolvent *The CIBS Working Paper Series-no. 4*, CIBS, Coventry University

Britton, A& Waterston, C(2006). *Financial Accounting*, Fourth Edition, Prentice Hall

Conn, D. (2007). What money can't buy, *Observer Sport Monthly*, Sunday, 29 July 2007

- Deloitte(2007).*Deloitte Annual Review of Football Finance 2007*
- Deloitte(2008).*Deloitte Annual Review of Football Finance 2008*
- Deloitte(2009).*Deloitte Annual Review of Football Finance 2009*
- Deloitte(2010).*Deloitte Annual Review of Football Finance 2010*
- Desbordes, M(2007), The role of management in French football's regulation—a inique model that can be exported?, Desbordes, M. (Eds.) (2007) *Marketing & Football, an International Perspective*, Butterworth-Heinemann
- Dobson, S., & Goddard, J. (2001). *The Economics of Football*, Cambridge University Press
- Frik, B(2006) Football in Germany, Andreff, W., & Szymanski, S., (Eds.) (2006). *Handbook on the Economics of Sport*, Edward Elgar Publishing
- Garner., B. A. (Eds.) (1999).; *Black's Law Dictionary seventh edition*, West Group
- Gerrard, B. (2006). Financial innovation in professional team sports: the case of English Premiership soccer, Anreff, W & Szymanski, S. (Eds.), *Handbook on the economics of sport*, Edward Elgar Publishing Limited
- Gil-Lafuente, J. (2007); Marketing management in a socially complex club: Barcelona FC, Desbordes, M. (Eds.). *Marketing & Football an International Perspective*, Butterworth-Heinemann
- Hamil S., & Walters G., (2010): Ownership and Governance, Hamil, S. & Chadwick, S. (Eds.). *Managing Football an International Perspective*, Butterworth-Heinemann
- Hamil, S., & Chadwick, S. (Eds.) (2010). *Managing Football an International Perspective*, Butterworth-Heinemann
- Hobson, R. (2003). The riddle of Leeds United: who owns the star players? *The independent on Sunday* 29/10/2003
- Holtt, M., Michie J., & Oughton, C., (2003). Corporate Governance and the Football Industry, *Trenberth, L. et al* (Eds.). *Managing the Business of Sport*, Dunmore Press Ltd pp. 123–125
- Hoye, R., & Cuskelly, G. (2007). *Sport Governance*, Butterworth-Heinemann
- Jones, M(2006). *Financial Accounting*, John Wiley & Sons Ltd
- Kotler, P. (2003). *A Framework for Marketing Management Second Edition*. Pearson Education
- Kuper, S., & Szymanski, S. (2009), *Why England Lose & other curious football phenomena*

- explained*, Harper Collins Publishers, pp83–105
- Lago, U. (2006) The state of the Italian football industry, Andreff, W., & Szymanski, S., (Eds.) (2006). *Handbook on the Economics of Sport*, Edward Elgar
- Malleson, K., (2007). *The Legal System*, Oxford University Press
- Michie, J., Oughton, C., (2005) :The Corporate Governance of Professional Football Clubs in England, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 4, pp. 517–531.
- Neale, W. C. (1964): The Peculiar Economics of Professional Sports, A Contribution to the Theory of the Firm in Sporting Competition and in Market Competition, *The Quarterly Journal of Economics*, LXXVIII(1), February, pp. 1–14
- Oughton, C. (2004). “Football Clubs and Social Enterprise” CMI Conference, Cambridge 2004, pp4–5
- Oxford University Press (2003). *A Dictionary of Business third edition*, Oxford University Press
- Oxford University Press (2005): *Oxford Dictionary of Accounting*, Oxford University Press
- Penner, J. E (2008). *The Law Student’s Dictionary*, Oxford University Press
- Rottenberg, A. (1956): The Baseball Players’ Labor Market, *The Journal of political Economy*, LXIV(3), June, pp. 242–258
- Sloane, P. J. (1971): The Economics of Professional Football: The Football Club as A Utility Maximiser, *Scottish Journal of Political Economy*, XVIII(2), pp. 121–146
- Szymanski, S. (1998). Why is Manchester United So Successful? *Business Strategy Review*. Volume 9 Issue 4, pp47–54.
- Szymanski, S. (2007). ” The Champions League and the Coase Theorem” *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 54, No. 3, July 2007, pp. 355–373
- The Economist (2003). *International Dictionary of Finance Fourth Edition*, The Economist
- Trenberth, L (Eds.) (2003) *Managing the Business of Sport*, Dunmore Press Ltd
- Vrooman, J. (2007) . The Theory of the Beautiful Game; The Unification of European Football, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 54, No. 3, July 2007 pp. 314–35
- Woratschek, H., Schafmeister, G., & Strobel, T. (2007), A new paradigm for sport management in the German football market, Desbordes, M. (Eds.) (2007). *Marketing & Football, an*

(URL)

AFC Wimbledon: <http://www.afcwimbledon.co.uk/> 2009/08/06

All Party Parliamentary Football Group Inquiry 2008/2009 (2009): English Football and its Governance p4, <http://www.allpartyfootball.com/inquiry8.htm> 2010/6/20

Arsenal Bond (London Stock Exchange)

[http://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/3621G\\_2006-7-18.pdf](http://www.rns-pdf.londonstockexchange.com/rns/3621G_2006-7-18.pdf) 2010/9/01

Arsenal Holdings plc Statement of Accounts & Annual Report 2007/2008:

[http://www.arsenal.com/assets/\\_files/documents/sep\\_08/gun\\_1222765802\\_annual\\_report2008.pdf](http://www.arsenal.com/assets/_files/documents/sep_08/gun_1222765802_annual_report2008.pdf) 2010/9/1

Banks, S. (2002): Football catches Enronitis

<http://www.spiked-online.com/index.php/site/article/8146/> 2010/07/30

Chelsea FC HP: <http://www.chelseafc.com/page/Home/0,,10268,00.html> 2010/10/15

Financial Reporting Council (2008). The Combined Code on Corporate Governance June

[http://www.ecgi.org/codes/documents/combined\\_code\\_june2008\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_june2008_en.pdf) 2010/10/1

FSA : <http://www.fsa.gov.uk/> 2009/8/5

Grant, P (2008) "Football clubs owe tax millions" 23, Nov, 2008 BBC

[http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk\\_news/7741859.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/7741859.stm) 2010/7/15

HM Revenue & Customs: PAYE for employers <http://www.hmrc.gov.uk/payee/index.htm>

2010/6/20

Hovell, M. (2010) "HMRC 2-Football 0"

<http://www.lawinsport.com/index.php/news/editors-choice/607-hmrc-2-football-0>

2010/7/14

Industrial and Provident Societies Guidance Note by Co-operatives<sup>uk</sup>, 前書き及び p1 参照。

[http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small\\_firms/MSR/pdf/coop\\_leaflet.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small_firms/MSR/pdf/coop_leaflet.pdf) 2009/5/11

JCR 日本格付研究所 <http://www.jcr.co.jp/> 2010/11/01

Jリーグ公式サイト : about リーグ

<http://www.j-league.or.jp/aboutj/jclub/2009-10/013.html> 2010/9/2

London Stock Exchange's new retail bond market goes live 1 February 2010

<http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/media-relations/press-releases/2010/londonstockexchangesnewretailbondmarketgoeslive.htm> 2010/11/01

Michie, J., (1999) ;A Golden Goal? uniting supporters and their clubs, The Co-operative Party <http://new-mutualism.poptel.org.uk/pamphlets/mutual4.pdf> 2009/8/1

MU Finance plc 公募債券目論見書 :i.dailymail.co.uk/pdf/ManUtdProspectus.pdf  
2010/10/15

Manchester United FC HP:

<http://www.manutd.com/default.sps?pageid={63600C0C-B276-4CB1-8FB1-3460BE926722}>  
2010/10/15

Supporters' Direct <http://www.supporters-direct.org/> 2009/08/05

The Dons Trust:[http://www.afcwimbledon.co.uk/aboutthetrust.ph?Psection\\_id=10](http://www.afcwimbledon.co.uk/aboutthetrust.ph?Psection_id=10)  
2009/08/06

The Football Association with Deloitte(2004); Corporation Tax and Football, FA RegulationBooklet

[http://www.thefa.com/TheFA/RulesandRegulations/FARegulations/~media/Files/PDF/TheFA/FAU\\_CorpTax.ashx](http://www.thefa.com/TheFA/RulesandRegulations/FARegulations/~media/Files/PDF/TheFA/FAU_CorpTax.ashx) 2010/6/20

The Football Association with Grant Thornton UK LLP(2005); Governance: A guide for Football Clubs, FA Regulation Booklet December 2005

<http://www.thefa.com/TheFA/RulesandRegulations/FARegulations/~media/Files/PDF/TheFA/FAGuidetoGovernanceDec2005.ashx> 2010/6/20

The Institute of Chartered Accountants (1984): Statement of Standard Accounting Practice No.21 (会計基準書:SSAP) 2010/9/1

<http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/A7176A%20SSAP%2021%20cover1.pdf>

Tottenham Hotspur plc Annual Report 2009

[http://www.tottenhamhotspur.com/uploads/assets/docstore/2009\\_annual\\_report.pdf](http://www.tottenhamhotspur.com/uploads/assets/docstore/2009_annual_report.pdf)  
2010/10/15

## Appendix

[1] 「倒産 (Insolvency)」 Beech et al(2008) p18 Appendix

倒産状況にある (insolvent) とは、以下の3つの状況で発生する。

1) 継続的状況：費用が収入を定常的に上回り、その差額を補填する資産を所有しない状況

2) 一時点の状況：借入金の返済期日が到来したにもかかわらず十分な資金がない状況

3) 借入人が依存する資産や保証の価値が大幅下落したため、通常であれば期限をつけないで貸し出し期限延長になる貸付金を貸出人が渋る場合 (いわゆる貸し渋りにより資金が提供されない場合)

その時には貸出人は返済を迫るが、借入人は以下の3つのどれかの手段をとる

①状況を無視する

②自ら一種の自発的更生手続き (voluntary administration : 清算) において、借金を返済するために資産を売却し、取引停止の状況におく。

③更正手続き (administration) に入ることによって裁判所から法的保護を求める

②の自己清算を取るケースは少ない。通常は③の更正手続きに入るケースが多い。①はサッカー関係者債権優先ルール (football creditors rule) に代表される特殊な規則によって英国プロサッカークラブで発生している状況である。

[2] 「売上高人件費率 (Wages/revenue ratio)」

人件費の定義 (Deloitte 2009 Appendix 1, p.2 および Arsenal Holdings plc Statement of Accounts and Annual Report 2007/2008p37 参照) : 英国 GAAP (Generally Accepted Accounting Practice) に基づき作成される財務諸表の注記 (notes) に規定される。賃金 (wages)、給与 (salaries)、社会保険料、および年金負担分の金額は各々明記されるが、選手、トレーナー、事務スタッフ、グラウンドスタッフの区別はなく、すべてを合計したものが人件費 (staff costs) と記載される。なお日本のJリーグでは、選手と監督・コーチ他チームスタッフとの区分がなされ、選手等人件費として金額の推移が開示されている。

(Jリーグ公式サイト : about リーグ)

各国リーグの売上高人件費率 単位：% 出典：Deloitte June 2009/2008/2007

	96/97	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
PL	48	52	58	62	60	62	61	61	59	62	63	62
伊 1	58	64	72	69	85	99	85	80	68	63	68	68
西 1	44	53	56	54	73	72	72	64	64	64	62	63
独 1	50	54	55	56	54	53	50	55	47	51	45	50
仏 1	61	69	69	53	64	69	68	69	63	59	64	71

英 2	na	na	na	na	na	na	na	na	72	72	79	87
--------	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----

英国2部である(Tier 2)チャンピオンシップは、世界的にもプレミアリーグ、ドイツ・ブンデスリーガ、スペイン・リーガに次ぐ観客動員数を誇り、イタリア・セリアAを上回っている。またチャンピオンシップの(プレミアリーグへの)昇格決定最終戦(2007年5月)の価値は6000万ポンド(84億円@140)と見込まれ、世界のサッカー史上で1回の試合で史上最高の賞金がかかった試合と予想された。(Deloitte(2007)p. 28)

### [3] 「赤字クラブが国税を延滞する仕組み」

クラブは赤字であれば、法人税(Corporation Tax)を支払う必要はない。しかし、赤字であろうと雇用する選手(被雇用者)の賃金(wages)にかかる税金(個人所得税)及び社会保険料(National Insurance contributions (NICs): 年金と健康保険をカバーする。一定以上の給与を得ている被雇用者はclass1の保険料納付が義務付けられ実質目的税となっている)の源泉徴収義務(PAYE)を負っている。HM Revenue & Customs PAYE for employers 参照

2002年企業法制定以前は、国税債務が支払い最優先であったので、クラブも源泉徴収分を国税当局に納めていた。しかし企業法制定(2002)により国税債務の地位が変更になった段階で、サッカー関係者債権優先ルール(Football Creditors Rule)もあり、降格した

クラブは入場料収入、スポンサー収入、グッズ販売収入他売上高が激減するので、源泉徴収した個人所得税及び社会保険料を国税当局に納めるのを後回しにした。これが2003年9月以降にクラブの倒産激増に繋がった背景である。Beech, J. et al(2008)p. 8 参照

[4] PLC:譲渡制限のない株式を発行する会社のことである。日本の会社法で規定する「公開会社」と同じである。上場会社とは限らない。上場するためには流動性が必要であるので、株式の譲渡が制限されると不可能になる。会社には非公開会社（私的会社 private company）、公開会社（public company）があるが、定義としては、公開会社でない会社が非公開会社とされている。いずれの場合も、有限責任であるので、public limited company または private limited company と呼ばれる。従って証券取引所に上場するには、譲渡制限のない株式を発行する公開会社（public limited company）でなければならない。しかし公開会社であるからと言って、必ず上場しなければならないわけではない。

英国のプロサッカークラブは多くが非公開会社である。従って株式は一部の株主が所有していることが多く、重要な利害関係者である個人に株式が流通しない問題点がある。（日本のJリーグは規模が小さいこともあり、公開会社が上場している例はない。例えば浦和レッズのようなビッグクラブ以外は、規模が小さいだけでなく、収益性他で投資家を見つけることが難しいと想定される。英国でも同様の状態であり、上場できても、投資家が少ないため新規資金調達が難しいのみならず、市場での売買が少ないため上場維持費用（事務コスト含む）だけがかかり上場する意味がなくなるのである。）

Supporters' Direct HP: <http://www.supporters-direct.org/>のHandbook 参照。

[5] リースの定義としては、特定の資産の所有者（レッサー：Lessor）と、対価を払ってその資産を使用することが許されるもう一方の当事者（レシー：Lessee）の間で締結される契約である。レッサーは所有権を保持(retain)するが、レシーは、当該レンタル料又は何らかの支払いの対価として定められた期間、当該資産を使用する権利を獲得(acquire)する。英国の「英国会計基準書第21号（Statement of Standard Accounting Practice No.21）のリース（Leases）とハイヤーパーチャス(Hire Purchase：選択権付きリース契約)」では、リースをオペレーティング・リースとファイナンス・リースで区別し、異なった会計上の扱いを決めている。すなわちファイナンス・リースではレシーは貸借対照表上に計上する必要がある。



リースバックについては、資産所有者がもう一方の当事者へ資産を譲渡するが、すぐその後、当該資産を使用する権利を獲得するために、資産購入者とリース契約を結ぶことを指す。このような取引は資金調達の方法であり、ファイナンス・リースかオペレーティング・リースかによって、会社の財務諸表に影響を及ぼす可能性がある。(Oxford Dictionary of Accounting(2005)p. 237)

なお、英国会計基準書(SSAP)によれば、ファイナンス・リースでは、法的権利 (legal title) は移転しないが、実質上はレシーがリース物件の法的所有 (legal ownership) を行っているため、会社の財務諸表の利用者を誤解させないように貸借対照表に債権 (leased assets)、債務 (lease liabilities) を認識する。ただし、本指針は①強制ではない (non-mandatory) ②推奨 (recommendation) であると注意書きがある (会計基準書 1984)。

また、金融リース (筆者注: ファイナンス・リース) では借主 (同: レシー) が使用、収益権と購入予約権をもつので、借手側で資産計上 (Capitalized) すべきことを要求する。

(小堀 (1993) 280 頁) 英国は、国際会計基準審議会 (IASB) によって設定される会計基準である国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards、IFRS。国際会計基準と呼ばれることが多いので、以下国際会計基準と呼ぶ) を採用しており、条文主義の日米と異なり、原理原則主義を基礎としている。従って、原則(principles)に沿うかぎり、各社で会計方針や会計処理が異なることも許される。その場合、会計方針およびその取り扱いの説明の情報公開が義務付けされる。ただし、上場企業については国際会計基準が採用されているが、非上場企業については国内基準で報告してよいことになっている。英国はコモンローという法制度を採用しているため、法律は広く原理原則について定められており、それが会計基準にも影響を与えている<sup>87</sup>。

Bradford City および Leeds United は当時上場企業であったが、もし選手をセール・アンド・リースバックしていたのが事実であれば、株主にその取引を開示しなかったことは大きな問題であろう。Leeds United(ロンドン証券取引所公式リスト 1996 年上場 2004 年上場廃止)、Bradford City (店頭市場 OFEX1998 年上場、2002 年上場廃止)となっている。(www.footballeconomy.com 2007/6/3)

---

<sup>87</sup> Britton et al(2006) pp.175-176,183

[6] 英国人で BBA というコンベアーのベルトを製造している会社を知っている人はほとんどいない。BBA 社はロンドン証券取引所 (LSE) における株価指数である FTSE250 種総合株価指数の採用銘柄である。しかし 2008 年、売上高は 11 億 5,000 万ポンド、利益は 6,600 万ポンドであった。これはロンドン証券取引所の時価総額が最大であるロイヤル・ダッチ・シェルに比較すると、売上高で BBA はシェルの 282 分の 1 であった。

そのような BBA であってもプロサッカークラブと比較すると巨人である。2009 年世界で一番売上高が多かったのはレアル・マドリッドの 3 億 2,500 万ポンドであった。利益に至っては、プロサッカークラブは大多数が非公開化されたので、利益の数字も時価総額も不明であるが、利益を計上しているクラブはほとんどない。すなわちプロサッカークラブは有名ブランドの大企業に見えるが実態は事業規模、収益ともとるに足らない企業といえる。Kuper et al (2009)p.84 要約

[7] 固定担保権と浮動担保権：イギリス法における担保権としては固定担保権 (fixed charge/specific charge) と浮動担保権 (floating charge) とがあり、前者はある特定の物件を担保物件とする担保権であり、後者は担保物件を特定しないで、債務者の、変動する各種資産 (有価証券・在庫品、等) を担保の目的とする包括的継続的担保権である。浮動担保権が債務者の資産にかかっているにもかかわらず、債務者は自由に自らの資産を処分できる。担保権が行使される時点で浮動担保権は結晶化 (crystallise) のであり、これ以降は担保物件がその結晶化時点での物件に特定され、浮動担保権は固定担保権に変わる。この浮動担保権は、イギリスで債務者の総資産が担保に供されるような場合 (いわゆる総財産担保) に広く用いられている。田作 (1998) 153-154 頁

事業の証券化 (WBS) の起源は英国だといわれ、主に英国法特有の浮動担保制度 (Floating Charge) と管理レシーバー制度 (Administrative Receiver) が、事業の証券化を可能にしたとされる。すなわち、オペレーター (事業運営者) が倒産した場合においても、必要な資産を確保し、事業活動を継続できる制度として、浮動担保制度と管理レシーバー制度が機能している。裁判所や管財人が中立的な立場で行動する、本邦とは、この点で大きく異なる。林 (2010) p170-171 頁

[8] クラブで働く人たちや、監督・コーチ・選手などの経営参加についても、例に挙げた “The Dons Trust (DT) の定款 (The Constitution) の Constitution of the Society Board (DT 役員

会の定款)54. e. iii には、役員会の互選されるメンバーとして、サポータートラストの構成グループのバランスをとることを Board Member Policy (役員選出方針) としている。特に互選されるグループの候補として、①クラブ所在地の市役所他官公庁、②若者③障害者 ④地元の事業者 ⑤クラブ(AFCW)のサポーターグループ ⑥クラブの従業員 ⑦クラブと連携して運営される企画を行うスポーツ団体、地元団体 ⑨選手団体他を經由して、クラブの選手の代表が明記されている。

[9] アマチュア (ファン) の経営参加に関しては、英国でも否定的な論調もあるが、英国ではサッカーの歴史は古く、ファンの層も広くて社会に深く根付いている。従ってサポータートラストの会員も、ビジネス経験者、専門職の人材が豊富である。サポータートラスト(The Dons' Trust)がサッカークラブ (AFC Wimbledon) を保有している例では、クラブの社長 (Chief Executive) は元世界的なコンサルティング会社の PricewaterhouseCoopers の元の director である。そもそも破綻が相次ぐプロサッカークラブの経営は、長年サッカー界にて経験を積んだはずのプロ (サッカー) 経営者のスポーツ・マネジメント能力欠如が原因であるとも言える。(以上は前掲 Kevin Rye 氏に 2009/8/10, AFC Wimbledon の Chief Executive である Erik Samuelson 氏に 2009/8/12, Birkbeck College, London の Sean Hamil 氏に 2009/8/13 にヒアリングした結果をまとめたものである。)

## 謝辞

本論文は、主指導教授の長崎大学大学院経済学研究科 内田滋教授の多大なるご指導を賜り、3年間の研究成果を取りまとめたものです。ここに謹んで感謝の意を表します。

また、副指導教授の同大学院経済学研究科 丸山幸宏教授、セリア・L・ウマリ教授にも有益な助言とご指導を賜りました。さらに、同大学院経済学研究科 村田省三教授、林徹教授にも、異なる角度から貴重なご意見を頂戴し、ご指導をいただきました。ここに厚くお礼申し上げます。

スポーツマネジメントという新分野で本論文をまとめるにあたり、英国の制度、クラブ運営他について、私の執拗な質問に対して、辛抱強く細部にわたりアドバイスをいただいた Prof. Sean Hamil (Birkbeck College, London) 、 Mr. Kevin Rye (Supporters' Direct), Mr. Eric Samuelson (AFC Wimbledon) に特に感謝します。

金融業界から教員・研究者の世界に移っても、引き続きご支援をいただいている銀行・証券業界の元の先輩・同僚に感謝します。特に、ガバナンスについては門多丈代表理事((社)実践コーポレートガバナンス研究会)、法務・信託については堂園昇平副部長(住友信託銀行コンプライアンス統括部)、税務・会計については鯖田豊則教授(東京国際大学)から、常に有益なアドバイスをいただきました。

学会では、いつも研究者の道を厳しく指導をいただいている日本経営診断学会 岸川善光教授(横浜市立大学)、スポーツマネジメントで貴重なコメントをいただいた日本スポーツ産業学会 武藤泰明教授(早稲田大学)に感謝します。

さらに、私が勤務しております東海大学総合経営学部の同僚、とりわけ山崎松男主任教授に感謝します。入試を始めとする学校行事のスケジュールで、3年間ご配慮をいただきました。

最後に、3年間文句も言わずに支えてくれた家族に心から感謝します。