

## J クラブの株式上場について: J リーグ規約による 上場制約と上場要件の両立の可能性

### Stock Listing of J-Clubs: Conflict and consistency between the rule of the J-League and listing conditions

武藤泰明

Yasuaki Muto

早稲田大学スポーツ科学学術院

Faculty of Sport Sciences, Waseda University

キーワード: 株式上場、サッカー、J リーグ、M&A、親会社

Key Words: stock listing, football, J-League, M&A, holding company

#### 抄 録

J リーグに加盟するクラブチームはその大半が株式会社形態を採っており、その意味において株式の上場を指向し得る存在であるとともに、クラブの財務的な自立性を高めるためには上場は有効な手段の一つとして位置づけることができる。一方、J リーグ規約は証券取引所が制定している上場要件と相容れぬところがあり、クラブの上場は実質的に禁止されていると解釈できる。本研究では、J リーグ規約と上場要件、およびこれらの背景となる理念、方針間の葛藤を明らかにするとともに、この葛藤を克服するための方法を検討している。クラブが直接上場しようとする場合、事業特性から判断して、取引市場が求める利益成長性を満たさぬものとなると判断される。クラブの親会社の分析からは、親会社の規模が大きいことが、J クラブの支配を目的として親会社を買収する誘引を回避するものであることがわかる。このため上場会社を親会社とする場合、その純資産規模に上場要件を超える規模基準を設定することが合理的であるとの結論に至る。小規模な親会社の上場を認める場合には、適性に欠ける株主による支配を回避することを目的として、子会社であるクラブが種類株式を発行し、過半の議決権を J リーグ社員によって構成される組合ないし法人がこれを引き受けるという方法を採用することが可能である。

スポーツ科学研究, 4, 28-50, 2007 年, 受付日: 2007 年 5 月 1 日, 受理日: 2007 年 7 月 7 日

連絡先: 武藤泰明 〒202-0021 東京都西東京市東伏見 3-4-1 早稲田大学スポーツ科学学術院

muto-office@waseda.jp

#### I. はじめに

##### 1. 研究の背景と目的

##### 1) 研究の背景

日本のスポーツにおいて、オリンピック等の国

際的な競技会に代表を輩出する組織は、永らく「企業スポーツ」であった。すなわち、資金力のある企業が内部組織としてスポーツ部門を有し、コストを負担してきた。しかし 1990 年以降の日本経

済と企業収益の停滞、およびこれに伴う企業に対する株主の監視の強化等により、コスト・ベネフィットの観点から、企業が有するスポーツ組織は休・廃部が増加している。そしてこれにかわって、財務的な自立を目的とし、会社形態のスポーツ組織が設立されるようになった。

このような組織の自立がもっとも早くから進められたのが日本プロサッカーリーグ(以下 J リーグとする)であり、所属する(厳密に言えば社団である J リーグの社員である)会社(以下 J クラブ)は 1993 年の創立当初は 10 クラブ(すべて株式会社)であったものが、2006 年 12 月時点では 31 クラブ、うち 30 が株式会社形態を採用している。

J リーグに加盟するクラブ数の増加は同リーグの成功を意味しているが、当初の 10 クラブは大規模な母体企業を有していたのに対し、その後加盟するクラブの中には、そのような母体企業を持たぬクラブも見られるようになった。このようなクラブにとっての大きな課題の一つが資金調達の円滑化である。そしてその手段として、株式上場による資金調達が指向されるようになることはある意味で必然であるといえるだろう。1990 年以降、新興企業の上場を促進するという政策目的を達成する手段として、東証マザーズ等の新興市場が整備され、あるいは店頭市場が JASDAQ 取引所として改編されたことも、小規模な企業の株式上場指向を強めるものとなっており、J リーグ創設当初と比較すると、J クラブのような比較的小規模な会社が株式を上場できる可能性は高まっている。

母体企業を持つクラブにとっても、株式公開は無関係ではない。企業スポーツの時代とは異なり、母体企業から、言わば「無尽蔵」に資金を得ることは不可能である。したがって、クラブの財務的な自立性を高めることは存続と発展にとって重要であり、上場はその手段の一つとして位置づけることができる。

しかし、J クラブはリーグ規約によって、上場という観点からは一種の制約を課されている。具体的には規約 24 条によって大株主の変更は事前に理事会の承認を要し、これがまず証券取引所が制定する上場要件に抵触する。また J リーグが J クラブに地域貢献活動やユース・ジュニアチームの保有を求めていることは収益最大化という上場会社の基本原理に抵触するだろうし、事業範囲や営業地域の限定は成長戦略の制約となる。すなわち、J リーグの運営原理は、上場要件と葛藤するのである。

一方で、J リーグの現行の諸規定が、J クラブの上場を禁止することを目的としていないことも事実である。この理由は、これまで J クラブの上場を検討する必要がとくに生じていなかったことによる。換言すれば、J リーグは J クラブの上場を禁止しようという意図を持っているわけではなく、現行の規定が結果として J クラブの上場制約になっているのだといえる。また J リーグは J クラブの財務的な自立を是とするので、もし J クラブの株式上場がリーグ運営の原理・理念に抵触しないものであるなら、上場をも是とするものであろうと考えられる。

## 2) 目的

本論文の目的は、以上のような背景・経緯から、本論文は J リーグの運営原理・理念、あるいはこれが文書化された規定と株式上場要件の葛藤を克服する方法を検討することであり、換言すれば J クラブが株式を上場することの可能性を検討することである。

株式の上場は、一般的には、資金調達が容易になること、企業の知名度や信頼性が向上することなど、多くの利点をもつものと認識されている。一方で、上場された株式の売買は原則として自由であるため、上場は買収されるリスクを伴う。上場会社を買収され得ることは自明であり、これをリスクと呼ぶべきではないかもしれないが、J クラブ

は J リーグという社団に属し、その理念の達成を目的の一つとしており、社団内部の規約によってその活動に制限を設けられた存在である。このため、必ずしも株主の経済的な利益のみを追求する会社ではないという点において、一般的な事業会社とは異なる特性を有している。このような特性を持ちながら株式を上場し得るのかが焦点となる。

### 3) 先行研究について

国内においては、上場しているスポーツクラブがないこと、および明示的に株式上場を指向しているスポーツクラブがないことにより、先行研究に該当するものは見られない。海外においては、すでに欧州のサッカークラブや米国のいわゆる 4 大スポーツの中に上場会社が見られるが、関連する論文は「上場したスポーツ企業」についてのものに限定される。具体的には Stadtman(2003) や Renneborg and Vanbrabant(2000) のように試合の結果や順位が株価にどのような影響を与えるかを検証したもの、あるいは放映権契約と株価の影響を分析した Gannon, Evans and Goddard(2003) などがある。これらはスポーツ企業の場合、財務情報以外の情報に株価形成力があることを立証しようとしており、スポーツ企業に適した証券分析手法の立論を目的としているということができ、いずれの例も上場後を対象としたものとなっている。本研究のように、現在上場していないスポーツ企業の上場可能性を論じるものは見られない。

### 4) 研究の方法

方法の基本的な枠組みは、コーポレート・ガバナンスに関するものである。すなわち、J リーグは J クラブにとってとくに重要なステイクホルダーの一つであり、一方のステイクホルダーである株主は、J クラブが非上場である限り、リーグ規約の遵守を

前提に、株主として出資している。しかし J クラブが上場する場合は、投資家保護の観点から取引所が株主の代理的なステイクホルダーとして機能し、リーグと取引所の規則の葛藤が生じることとなる。本研究では、第一に、リーグ規約と上場要件との比較分析を行うことで、葛藤の具体的な内容を明らかにする。尚これに資すことを目的として、証券会社の上場支援部門の担当者を対象にインタビューを実施し、意見聴取を行った。

第二に上場市場、とくに東証マザーズ及び JASDAQ を想定して、現在の J クラブの上場可能性を、財務を中心とする外形的な観点および成長可能性等の非外形的な観点から評価している。

第三に、J クラブの上場親会社の事業内容と財務特性(とくに株式時価総額)を検討し、J クラブの取得を目的とした親会社買収の可能性を検証した。

## 2. 検討の対象とすべき上場の類型化

J クラブの上場を検討するに際しては、上場の形態についての類型を前提として認識しておく必要がある。具体的には以下のとおりである。

- ① J クラブ自身の株式上場あるいは上場会社であること: 図1の類型1(尚以下では煩雑さを避けるために、論理展開上問題がない場合は「あるいは上場会社であること」を略す)
- ② J クラブの親会社の株式上場。親会社(グループ)はJクラブとは無関係な事業を本業としている: 同、類型2
- ③ J クラブの親会社の株式上場。親会社(グループ)の主たる事業ないしその一つが J クラブの運営である。: 同、類型3

なお②と③については、親会社が事業会社である場合と純粋持株会社である場合とがそれぞれ含まれる。図では類型3についてのみ両者を表示しているが、類型2についても同様である。

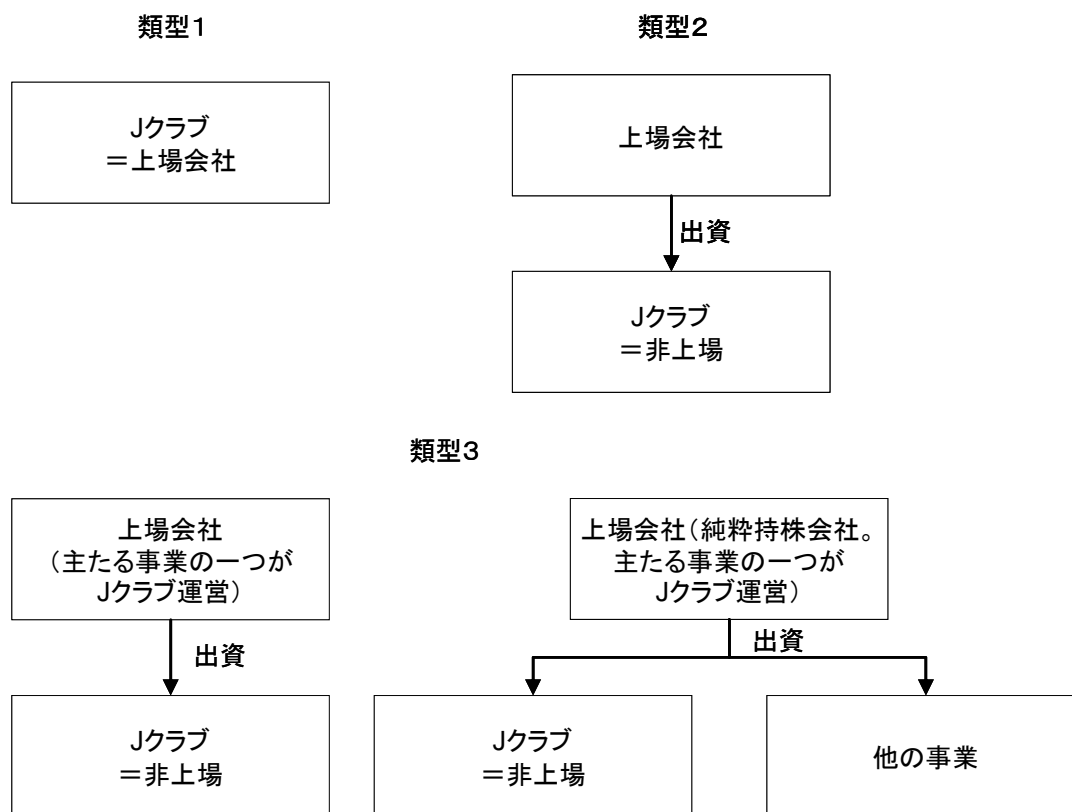


図1 検討対象とする上場の類型

## II. 現行規約におけるJクラブ上場の取り扱い

### 1. 規約とその解釈

現在のJリーグ規約には、Jクラブの上場禁止を直接的に記載した条文はない。しかし、下記の根拠により、Jクラブの上場が禁止されていると解釈される。

- ① まず規約24条において、株主の変更は報告されなければならない、また5%を超える大株主の異動については事前の承認が必要とされている。株式を上場した場合、事前の承認は不可能である。このため、Jクラブは株式を上場することができない。また同条項は株式の譲渡制限についてのものであるため、この条文があることにより、法制上もJクラブは株式を上場することができない。
- ② また19条(J1)および19条の2(J2)について、過半の株主が日本国籍であることがJクラブの資格要件とされている。このことも、Jクラブが株式を上場できないことの根拠である(注1)。

### 2. 規約の趣旨

#### 1) 趣旨の解釈

上記の規約は、つぎのような目的意識によって制定されたものと考えられるべきである。

- ① 日本のサッカーの発展、スポーツによる地域振興など、Jリーグの掲げる理念を共有する主体がJクラブの株主であること。
- ② 株主、とくにJクラブの意思決定に影響力を持つ大株主の適性についてはJリーグが判断すること。

規約19条は外国人によるJクラブの保有を禁止しているが、外国人がJクラブを株主として支配することが、例外なくJリーグの理念の共有を妨げるものとなるかといえ、答えは否である。この点においては、株主の国籍は本質的な問題ではないといえる。したがって、上場の議論において重要なのは、Jクラブを支配する株主が株主として相応しいかどうかについては、Jリーグの理念等

に照らして、Jリーグが判断するという点であるとい  
うことができる。

## 2) 排除すべき株主類型とは

では、Jクラブの株主として適当でないと判断さ  
れる株主とはどのようなものか。これを過不足なく  
列挙することは、おそらく難しい。株主がどのよう

な特性を有し、どのような行動をとるかということに  
ついて完全に想定することはできないと思われる  
ためである。そしておそらくはそれゆえに、Jリーグ  
は禁止類型を列挙するのではなく、理事会の判  
断に禁止を委ねているといえることができるだろう。

このような前提の下にあえて禁止類型を示すな  
ら、下表のようになるものと思われる。

表 1 Jクラブ株主の禁止類型として想定すべきもの

- 
- ① リーグの理念を尊重する意志を持たないもの
  - ② Jクラブの売買によりキャピタルゲインを得ることを出資目的の一つとする株主
  - ③ Jクラブを活用して自身の他の事業の発展を企図し、かつその結果としてJクラブの成長機会損失が生じるような事業展開を企図する株主
  - ④ 反社会的存在
- 

### ① リーグの理念を尊重する意志を持たないもの

Jクラブは経営上の最低の要件として財務的  
に存続を続けなければならないが、社団としての  
Jリーグはこれを超える目的を有し、その実行を各  
Jクラブに求めている。具体的には

- ア) 地域におけるスポーツの振興、スポーツによる  
地域振興・地域貢献
- イ) ユース以下の育成組織の編成  
などが主なものである。

オーナー候補がこのような趣旨を理解し実践  
する意志を持つかどうかは、規約 24 条に基づい  
て、最終的には理事会で審議・判断される。実務  
的にはこれに先立ち、リーグ事務局、必要に応じ  
て経営諮問委員会による検討が行われる。

とはいえ、この段階で問題なく承認されたオー  
ナー候補が、Jクラブの株式を取得し、オーナー  
になった後も期待される行動をとるかどうかは不  
明である。行動が著しくリーグの趣旨に反する場  
合は、是正についての指導・勧告が実施され、そ  
れでも変更がなされない場合は退会が求められる  
こととなる。

すなわち、本項でいう禁止類型は、意志に基  
づくものであるがゆえに、事前の審査や審議です  
べての判断が終了するという性格のものではない。  
とはいえ実態としては、リーグの理念や社団とし  
ての目的についてあまり関心を持たず、これと乖離  
した構想を示すオーナー候補もあり得るため、理  
事会において 24 条に基づいて審議されること、  
およびこれに先立つ検討が行われることが有効で  
あるといえる。

24 条がない場合を想定するなら、リーグはオー  
ナーとなるものに理念の遵守を求めるだけであり、  
これへの離反は、オーナーとなった後に、Jクラブ  
の行動から判断され、必要に応じて是正が求めら  
れることとなる。この方式の場合、オーナーは求め  
られる行動を理解する機会が少なく、結果として  
離反行動が生じる機会が増加するものと思われ  
る。これを予防回避する手段として 24 条が有効  
であるといえる。

### ② Jクラブの売買によりキャピタルゲインを得ることを出資目的の一つとする株主

株式会社は一般的に営利企業であるとされる。しかし、営利と非営利の別は「利益を外部(株式会社であれば出資している株主)に還元するかどうか」によるものであるとすると、少なくとも実態的には、J クラブは株式会社でありながら営利企業に該当しない。配当を実施した例がないためである。

J クラブが配当を実施しないのは、オーナーが J クラブに配当を求めているためである。オーナーは J クラブが著しい赤字を計上することは回避したい(注 2)が、少なくともこれまでは、出資・投資の目的は利益ではない。では出資の目的は、何であったのか。

典型的な目的は、かつての企業スポーツの延長として、自社の企業イメージを向上させるためのメディア、コンテンツとしてチームを保有することである。換言すれば、J クラブはオーナー企業とは別会社であるものの実態として一体であり、広告・広報を実施する、一種のコストセンターとして位置づけられている。またしたがってオーナーは株式を保有するだけでなく、多くの場合、チームを広告・広報上のメディア、コンテンツとして位置づけ、活用している。そしてそれゆえに、オーナーはユニフォームに企業名や製品名等を掲示し、スポンサー料を支払っている例が多い(注 3)。この意味において、J クラブとは、出資することによって利益を生み出す主体ではなく、出資によって確保された広告・広報の手段であり、オーナーにとっては出資後もコストが出続けるものなのである。

このように J クラブがコストセンターでありながら、オーナーがその株式を持ち続け、スポンサー料を支払っているということは、そうすることによる便益が発生していることを予想させるものである。言い方を変えるなら、オーナーかつスポンサーであることには、一定の「見返り」がある。この見返りが経済合理的なものであるかどうか、またそうだとした場合に便益の額を算出できるものかどうかはわからない。

というより、算出は困難だが、困難の程度は、一般的な広告と同程度であるといえる。換言すれば、便益の額はわからないが、便益があると自認しているがゆえに、スポンサーシップを含むオーナーシップが成立していると見るべきである。そしてそうだとするならば、オーナーとしての地位を取得したいと考える企業が一般的に存在するはずであり、それゆえにその地位は売買の対象となり得るのである。この地位は、J クラブの株式の譲渡によって取引される。したがって理論的には、オーナーシップをキャピタルゲインを得る対象として取得しようという主体が登場し得る。

とはいえ、純粋にキャピタルゲインだけを目的としてオーナーになろうという主体を想定することは難しい。というのは、オーナーシップがスポンサーシップと密接不可分のものであるとすると、オーナーになることは、毎年のスポンサーとしての支出を伴うものだからである。

しかしこれについては例外的な状況を想定しておく必要がある。それは、主要なスポンサーが株主となる意志を持たないようなケースである。

J クラブが広告・広報のメディア、コンテンツとして有効であるとする、そのスポンサーになり、スポンサー料を支払うことは、経済合理的な活動であると説明できる。もちろん、経済合理性は支出と対価の関係で決まるが、合理的であると当事者としてのスポンサーが判断し、税務当局や監査人もこれを認めるのであればそれでよい。しかし出資については、前述のように J クラブがこれまで配当の実績を持たないのだとすると、経済合理性を唱えることが難しいと考える企業があっても当然である。したがって、スポンサーになる意志はあるがオーナーにはなりたくないという企業があり得る。

このような場合、オーナーとスポンサーは分離され、オーナーは J クラブの株式を取得する際に対価を支出するだけであり、毎年のスポンサー料については支出を必要としないというケースを想

定することができる。このような「純然たる株主」は、J クラブの株式保有を、一種の投資として位置づけることが可能なのである。

### ③ J クラブを活用して自身の他の事業の発展を企図し、かつその結果として J クラブの成長機会損失が生じるような事業展開を企図する株主

J リーグの大きな特徴の一つは、リーグが J クラブに対して、サッカーチームによる競技という興行だけを求めているのではないという点である。具体的には以下のようなものが想定される。

- ア) ユース・ジュニアの育成
- イ) サッカースクールの経営
- ウ) サッカー以外のチームの保有と運営
- エ) プロサッカーに付随する事業
  - a) グッズ販売、選手のイベント参加などクラブが保有する無体財産や人材を活用した事業
  - b) ファンクラブ・後援会運営など
- オ) 地域スポーツや健康増進に資する事業
  - a) フットサル場などスポーツ施設の経営
  - b) 指定管理者としての事業
  - c) 介護事業
- カ) その他

この中で、ユース・ジュニア育成のために該当するチームを保有することは入会要件である。また地域スポーツの振興への貢献は、社団の理念として推奨されているものでもある。収入の少ない J クラブに対しては、地元行政や支援母体が、収入不足を補うことを目的として、施設管理等を委託する例も見られる。

したがって、J クラブという法人は、単にプロサッカーの興行を行う組織ではなく、複数の収入機会を本質的に持つ事業体であるということが出来る。そしてそれらの事業の中には、入会要件として、あるいはファンを拡大・維持するために、たとえ経済的には「持ち出し」であっても実施しなければならないものがある一方で、本来収入の不足を

補う、あるいはプロサッカーチームの事業費の原資とすることを目的として行われる収益目的としての事業も含まれている。

ここで、純粋に営利を目的として、フットサル場を経営する企業が J クラブのオーナーになるケースを想定してみよう。このオーナーは、J クラブを保有していることを、自社の PR に活用することが可能だしおそらくそうするだろう。そしてその結果として、オーナーが保有するフットサル会社は収益を増し、J クラブは事業展開機会を阻害されることとなるはずである。あるいは、選手の肖像権管理やグッズ販売の代行を行う会社をこのオーナーが設立した場合も、J クラブの事業展開ないし収入拡大の機会が阻害される懸念がある。

もちろん、当該のオーナーが J クラブを含む、地域スポーツの振興を目的とする企業グループを形成しているのであれば、プロリーグの興行以外の事業が、たとえ外形的に J クラブから分離されているとしても、それはリーグの理念に反するものではないので問題とすべきではない。したがってこれに関わる判断は外形だけでは不可能であり、J クラブの本来的な事業からのキャッシュフローや収益が、他の事業に供されているかどうかについての監視と判断が必要とされるのである。

### ④ 反社会的存在

反社会的な活動を行っている株主については、リーグの理念云々以前の問題として、J クラブの株主ないしその候補から排除されなければならない。その行動原理は、言ってみれば「想像を超える」ものであるため、類型を記述することもおそらく不可能である。このような主体が株主となる意志を持ち得ることは J リーグにとって経験的な事実であるが、その排除については 24 条による理事会での決定によって実現することができる。

## 3. 現行規約の限界

本章冒頭に示したとおり、Jクラブは規約 24 条によって実質的に上場を禁止されている。ここまでに述べてきたような「排除すべき株主」の登場も、これによって回避されてきた。

しかし、現在の規約には不十分なところがある。それは、株主が会社であった場合、これが上場することにより、実質的に J クラブが上場会社の一部となることを妨げられないという点である。1章に示した上場の類型(図1)にしたがって検討するならば、規約が実質的に禁止しているのは類型 1 だけである。類型 2~3 については、現行の規約では禁止することができない。

尚ここで留意しておかなければならないのは、本稿及び Jリーグの課題が、「上記類型 2~3 のような上場を、いかにして禁止し得るか」というものではないという点である。これらの類型を利用した上場が前節 1) で述べた趣旨に反するものでなければ、上場の実質的な禁止は意味を持たず、むしろ J クラブあるいは株主会社の資本政策に不要な制約を課すものとなるだけであろう。

### Ⅲ. J クラブの上場親会社についての検討

#### 1. J クラブの親会社の状況

##### 1) 上場親会社の規模

J クラブの親会社が上場している場合、第三者は親会社の株式を取得・保有することにより、子会社である J クラブの支配が可能になる。この類型が許容されるとすると、J クラブ自体の株式上場が実質的に禁止されていても、親会社の上場によって、実態として上場禁止は無意味化することになるといえる。

しかし実際にはすでに、J クラブの親会社で上場している会社は少なくない。これは最近の傾向ではなく、1993 年の Jリーグ発足当初から、J クラブのいわゆる「母体企業」・・・株主であり、また多くはメインスポンサーとして J クラブの運営に実質的な責任を有すると一般的に認識されている

会社・・・には上場会社が多かったのである。したがって、少なくとも制度的には「親会社の株式を取得・保有することにより、子会社である J クラブの支配が可能になる」ための条件は、すでに整っていたといえる。

とはいえ実際には、「J クラブの親会社を支配することによって J クラブを支配する」という目的を有していると思われる株主候補は登場していない。以下ではこの理由を検討することとする。

Jクラブの母体組織である上場会社(あるいは上場会社の子会社)の中で、Jクラブの株式の持分が 50%を超えている企業、および持分が 50%を超えていると思われる企業は表 2 の通りである(注 4)。子会社の支配については株式持分だけでなく、人的支配などを含む実質支配力によっても判断するのが一般的であるが、本稿の目的は個別の J クラブに対する大株主の支配力を検討することではないので、J クラブの典型的な親会社として、持分が過半となっていると考えられる企業を取り上げることとした。これらの J クラブは、外形的には親会社と別の法人であるが、親会社の上場によって、実質的に上場しているといえることができる。

表 2 には、これら 8 社の親会社の売上高と株式時価総額を示している。最小は日本テレビ放送網であるが、それでも株式時価総額は 4000 億円を超えている。これ以外の 7 社は、1 兆円以上である。

##### 2) 想定される親会社の行動原理

同表を一見して明らかなのは、つぎの 2 点である。

##### ① J クラブの支配を目的として親会社株式を取得しようという企業はない

上記の親会社は、いずれもサッカーとは関係ない事業を行っている大企業である。すなわち、図 1 では類型 2 に該当する。したがって親会社の株



表 2 J クラブ親会社の売上高と株式時価総額

J クラブ	親会社名	売上高	株式時価総額
鹿島	住友金属工業	15,527	24,174
浦和	三菱自動車工業	21,200	12,191
川崎	富士通	47,914	17,553
横浜 F マリノス	日産自動車	94,282	61,888
京都	京セラ	11,814	18,327
ガンバ大阪	松下電器産業	88,943	61,081
柏	日立製作所	94,648	26,035
東京ヴェルディ	日本テレビ放送網	3,466	4,111

注:2006 年 3 月決算期(単位億円)

資料:東洋経済新報社(2006)

主は、親会社の事業の成果に基づく投資収益を期待して株式を保有していると考えることが妥当であろう。もし子会社である J クラブの支配を目的として親会社株式を保有しようとするなら、支配力を実現するために投資しなければならない資金は、最も株式時価総額が低い日本テレビ放送網を対象とする場合でも 2000 億円を超える。そのような目的を持って親会社株を保有しようという株主はないといってよいだろう。

## ② 親会社は子会社である J クラブの収益貢献に期待しない

またこれら上場親会社は、おそらく子会社である J クラブの収益貢献に期待していないといってよい。

大企業のグループ会社は、つぎのように類型化することが可能である。

(ア) 親会社とは別個の事業を実施し、収益に貢献するもの。すなわち、親会社の事業部門と同じ役割を担うもの。

(イ) 親会社の事業の一部を担当し、連結ベースでの収益に貢献するもの。例としては製造子会社、販売子会社、物流子会社など。

(ウ) 親会社の機能の一部を担当するもの。例と

しては保険代理、労働者派遣、ファイナンス、情報システム等の子会社など。

この類型にしたがうなら、親会社にとって J クラブとは、ウの「機能の一部を担当する子会社」に該当するといえる。すなわち J クラブは典型的なコストセンターであり、親会社の広告宣伝あるいは/および広報の機能を担っているということである。

コストセンターであったとしても、それは経済合理的に活動しなくてよいということではない。同じ類型に該当する他のグループ会社と同様、コストの最適化が求められることとなる。したがって、J クラブが入場料などで売上高を伸ばしたならば、親会社が負担するスポンサーとしての費用を削減することが可能である。もちろん、J クラブの収入増加を強化費用に充当する(スポンサーとしての費用を削減しない)というのでも良い。この場合は、強化に伴って広告ないし広報効果が向上することが期待されており、コスト・パフォーマンスが上昇するという点では、強化をせずスポンサー料を減額した場合と同様だからである。

結論として、親会社は J クラブの損益は監視するものの、J クラブがもたらす収益には期待していない。とくに、グループとして実施している事業の規模が大きく、これら事業の期待収益が大きい上

場親会社の場合には、Jクラブの収益貢献にはまったく期待せず、一定のコストの範囲での広告・広報効果の最大化を期待しているということができらる。

## 2. 大規模な上場親会社の株主の交代の影響

以上のような検討からは、「大規模な上場親会社とその子会社としての J クラブ」という関係は、少なくとも J クラブないしこれが所属する企業グループの上場という観点からは問題がないものと考えられる。しかし、上場会社の株式が自由に売買されるということからすれば、問題が生じる可能性が絶無ということではない。具体的には、TOB 等の方法を用いて、第三者によって親会社を買収されるケースを想定しておく必要がある。

この第三者は、J クラブの支配を目的にして親会社を買収するわけではない。しかし、当該者が J クラブの保有、運営に無関心であり、これを継続することについての意志を持たないこともあるだろう。この場合、J クラブ会社は何らかの方法によって消滅するか、他の主体に譲渡されることとなる。

現実的なのはおそらく譲渡であるが、一応消滅のケースを考えるなら、

- ① J リーグが当該株主・親会社に申し入れを行い、興行に支障のない時期まで J クラブを存続させることを求める。
- ② J クラブないし J リーグが新たな株主を探す。
- ③ 一時的に J リーグないしその関連会社が当該 J クラブ株式を保有する、あるいは時限的な措置として新規に運営会社を設立する。

という対処が想定される。

当該の第三者からみた場合、経済合理性があるのは、J クラブの譲渡である。会社の消滅には一定のコストがかかるが、譲渡であれば、むしろキャピタルゲインを生むこともあると思われるからである。

もしこの第三者が J クラブ株式を譲渡するとした場合、問題が生じるのは、譲渡先が、ここまでに述べたような禁止類型に該当するようなケースである。これに際しては、規約 24 条によって、J クラブ株式の譲渡は否認されることになる。もしそれでも譲渡が強行されるのであれば、少なくとも制度的には、当該クラブに対して是正を求める乃至退会を勧告することとなるが、これまではそのような例はなく、24 条は、いわば予防的に機能しているだけである。したがって、24 条に基づく否認後の手続きについては、経験的に確立されたものがないが、24 条が存在することによって、禁止類型に該当する企業が J クラブ株式を保有することに対する制約は強く意識されることになるものと思われる。

## 3. 上場親会社の規模が小さい場合

現在の J クラブの上場親会社は、前節のとおり規模が大きい。しかし、上場企業がすべて巨大だというわけではない。たとえば JASDAQ と東証マザーズの上場基準を見ると、上場時の株式時価総額はどちらも 10 億円以上であることとされている。したがって、J クラブが、規模の小さい上場親会社によって支配されることがあり得る。そしてこの場合、J クラブの支配を目的として、第三者が J クラブの上場親会社株を取得する可能性も高まるものと思われる。上場親会社の株式時価総額が 10 億円であるとすると、5 億円を若干上回る資金があれば、この資金で親会社株を取得することにより、当該の親会社および J クラブを支配することが可能となる。またこの親会社が経営不振の状態にあるとすると、株式時価総額が 10 億円を下回る場合も想定される。この場合はさらに買収が容易になるのである。

すなわち、J クラブの上場親会社には2つの類型を認識しておく必要がある。具体的には、

- ① 規模が大きい上場親会社

② 規模が小さい上場親会社であり、②については、第三者が J クラブの支配を目的として、あるいは目的の一つとして当該親会社を支配しようとするのが想定できるといえる。

現在 J クラブの親会社でこの「上場しており、かつ規模が比較的小さい」という条件に該当する会社は見られない。ただし、上場会社の経営者が別に会社を設立して J クラブの株式を保有する例

は見られ、該当する上場会社は以下である。この 3 社のうち、楽天株式会社は日本テレビ放送網より株式時価総額が大なので、たとえ同社が直接 J クラブを子会社としていたとしても、少なくともこの面からは J クラブ保有を目的とする被買収リスクは小さいといえるだろう。他の 2 社については、支配の所要資金は 30~40 億円であり、すでに J クラブの親会社となっている上場会社と比較すると、支配は容易であるといえることができる。

表 3 J クラブを保有している大株主の代表者が経営している上場会社

社名	株式時価総額(億円)	決算期
(株)クリーク・アンド・リバー	83	2006. 02
楽天株式会社	10, 219	2005. 12
(株)レオックジャパン	57	2006. 03

資料: 東洋経済新報社(2006)

#### 4. 小規模な親会社が J クラブの収益に期待するケースについて

小規模な親会社について検討しておかなければならないもう一つの点は、この親会社が、J クラブがもたらす利益やキャッシュフローに期待するかどうかという点である。

親会社が J クラブの収益に期待するかどうかは、親会社が上場しているかどうかとは別の問題である。禁止類型の項でも述べたように、非上場であっても、J クラブの収益に期待する親会社は、J クラブの成長を阻害するという点において問題を孕んでいる。親会社が上場している場合にとくに問題が生じると思われるのは、これに加えて、つぎのような点によるものである。

① 株価維持等の観点から、たとえば親会社の他の事業が不振であった場合、J クラブの収益に期待する度合いが高まる。

② J クラブが収益をもたらす存在であれば、買収の経済合理性が高まる。J クラブが実態としてコストセンターであったとすると、親会社を買収する第

三者は、買収後に毎年 J クラブの維持のために費用を拠出しなければならない。

③ 逆に収益をもたらさないコストセンターであったとすると、これを手離す可能性が高まる。すでに述べたとおり、J クラブは、経験的事実としてはキャッシュフローをもたらさないが、これを経済合理性以外の観点から所有したいと思う主体はあると考えられるので、資産としての価値があるためである。

#### IV. J クラブにとっての上場のメリットとデメリット

##### 1. 上場のメリット

##### 1) 一般的な上場のメリット

本章では観点を転じ、株式上場というのが J クラブにとってどのようなメリットをもたらし、またどのようなデメリットを生じるのかを検討する。

まず一般的には、企業にとって上場は大きな目標である場合が多い。上場要件を満たしながら意図的に非上場のままであろうとする企業もないことはないが、できるなら上場したいと考える経営

者が多い。

東京証券取引所が発行している「マザーズ上場の手引き 2006」では、株式上場(マザーズ上場に限定しているわけではなく一般論として)のメリットとして以下の3項が掲げられている。

### (1) 資金調達の円滑化、多様化

上場会社は、取引市場における株式の流動性を背景に、発行市場において、公募による時価発行増資、新株予約権・新株予約権付社債の発行など、直接金融の道が開かれ、資金調達能力が増大することにより、成長のための資金調達の円滑化・多様化を図ることができます。

### (2) 企業の知名度の向上

上場会社となることによって、株式市況欄をはじめとする新聞報道などの機会が増えることにより、会社の知名度が向上するとともに、優秀な人材を確保できます。

### (3) 社内管理体制の充実と従業員の士気の向上

企業情報の開示を行うこととなり、投資者をはじめとした第三者のチェックを受けることから、組織的な企業運営がなされ、会社の内部管理体制の充実が図られます。またパブリックカンパニーとなることにより、役員・従業員のモチベーションが向上することにもなります。

東京証券取引所(2006a) p.1

また、あずさ監査法人が発行している「株式上場の手引き」(2006)では、上場のメリットをつぎのように整理している。

#### 1. 会社のメリット

- (1) 長期安定資金の調達と財務体質の強化
- (2) 株式交換制度を活用した企業再編の円滑化
- (3) 会社の知名度、信用度の向上と取引の拡大
- (4) 役員・従業員のモラルの高まりと優秀な人材の確保
- (5) 経営管理能力の強化
- (6) 従業員持株会の導入による福利厚生拡大

- (7) インセンティブ・プランによる人材の確保と会社業績の向上

#### 2. 株主のメリット

- (1) 創業者利潤の実現
- (2) 株式の公正な価格形成と財産価値の増大
- (3) 円滑な事業承継と相続対策

あずさ監査法人(2006)p.6-7

#### 2) Jクラブにとっての上場メリット

##### ① 借りに際して個人保証が不要であること

東証及びあずさ監査法人の前出の資料では指摘されていないが、借りに際して個人保証を求められないことも、上場、ないし上場会社を親会社とするものの大きなメリットの一つである。

上場会社では通常、借りに際して、経営者に個人保証を求められることがない。これに対して、非上場会社が市中の金融機関から借りに行う場合は、慣行として、経営者がこれを保証するのが一般的であるといえる。

非上場のJクラブが資金を借り入れる場合、債権者としては

- ・ 銀行などの金融機関
- ・ 親会社、あるいはそのグループ企業が想定される。

親会社がある場合には後者が選択され得る。すなわち、親会社は自社の信用に基づいて資金を借り入れ、あるいは自己資金を以ってJクラブに貸し付ける。この場合、債権者がJクラブの経営者に個人保証を求めることはない。大株主の持分が低く、親会社に該当する企業がない場合でも、地元などの有力企業が支援しているクラブの場合は、当該支援企業、あるいはこれに近い市中の金融機関から資金を借り入れることが可能である。この場合も、すべてのケースにおいてそうだと断定はできないが、Jクラブの経営者は個人保証を免れることができるだろう。

これに対して、非上場のJクラブが金融機関か

ら直接借り入れを行い、かつ支援企業からの有形無形の援助がない場合は個人保証が一般的である。したがって、そのような J クラブが資金調達を円滑にすすめようとするなら、J クラブ自身の上場、あるいはその親会社の上場を企図することになるだろう。

一般の事業会社が借り入れに際して個人保証を行うという慣行は、会社が行っている事業が家業ないし生業であり、それゆえに会社と経営者個人の資産とが未分離の場合には、ある程度合理的だと言える。これに対して J クラブは、たとえ非上場であっても一種の社会的な公器であり、その経営者と J クラブの資産が未分離であるとは考えにくいし、そもそもそうあってはならない性格のものであろう。したがって、J クラブの経営者が、J クラブの借り入れに際して個人で保証するというのは経済合理性のない行動であり、金融取引における一般的な慣行にしたがってそうしている、あるいは債権者である金融機関のリスクを低減させるためにそうせざるを得ないという趣旨のものである。個人保証を解除するためだけに上場を目指す会社はないと思われるが、上場すること、あるいは上場会社を親会社とすることには、この点に大きなメリットがあるといえる。

## ② J クラブに対するシンパシーの向上

J クラブ自身が株式を上場するケースを想定するならば、サポーターが自由にその株式を取得できるので、取得により当該 J クラブへのシンパシーが高まることが期待されるところである。ただし、上場する(ないししている)のが J クラブの親会社であるとすると、たとえ親会社の株式を取得しても、株主権は直接的には親会社に対するものなので、このようなシンパシーが形成されるかどうかは一概に言えないところであろう。たとえば、東京ヴェルディ 1969 のサポーターが、サポーターのシンパシーの表れとして日本テレビ放送網の株式を持ち

たいと考えるだろうか。個人の嗜好の領域に属する問題なので絶対はないということではできないが、そう考える人は多くないと見るべきである。上場親会社が小さい場合には、このような「親会社と J クラブとの距離」は、多少は縮まるかもしれない。とはいえ、J クラブの株式を直接的に保有するのは明らかに違う。

## 2. 上場のデメリットないし制約

東証の前記資料では「(前略)発行する有価証券は、不特定多数の投資者の投資対象となりますので、投資者保護の観点から、決算発表、企業内容の適時適切な開示が要求されるなど、新たな社会的責任や義務が生じることにもなります。」と記されている(東証(2006a) p.1)。また、あずさ監査法人の前掲資料では、上場に伴う経営者の留意事項として

- (1) M&A や株式の投機的取引に対する対策
- (2) 株主総会の運営対策
- (3) 企業内容の開示義務と事務負担の増大
- (4) IR による企業イメージの向上
- (5) 経営戦略の変化

が指摘されている(あずさ監査法人(2006)p.7-8)。第一項については本稿の他の項で詳述しているのでここでは言及しない。これ以外に重要なのは第二、三項であり、要は責任や義務に伴うコストが発生するということである。第四、五項についても、法定外の情報発信(第四項)、中長期的な経営計画の開示(第五項)など、実施に際してコストが発生するものであるといえる。尚 2008 年から内部統制が上場会社に対して義務化されることに伴い、上場を保つコストは上昇するものと思われる。

## 3. 上場で得た資金の用途について

### 1) 上場による期待調達額

上場の経済的なメリットの第一は資金調達であ

表 4 マザーズにおける新規上場会社数と資金調達額の推移

年	新規上場会社数	IPO における 資金調達額合計 (億円)	1 社あたり調達額 (億円)
2002	8	183	22
2003	31	767	24
2004	56	1261	22
2005	37	1303	35
2006	41	974	23

資料出所: 東京証券取引所(2006b)

注 1: 資金調達額には売り出しによる調達を含む

注 2: 売り出しにはオーバーアロットメントによるものを含む

る。これは

① 上場時の公募による調達

② 上場後の資金調達の容易性

に分けることができるが、ここでは前者に注目し、新規上場会社がどの程度の資金を得ているかを確認する。

表 4 はマザーズに新規上場した会社の、上場時の資金調達額の推移である。この金額には「公募」「売出し」による調達が含まれており、後者はつぎに調達額の分布をみたものが表 5 である。東証マザーズでの新規上場に際して、100 億円以上の調達を行った企業が 2005 年には 4 社、2006 年にも 1 社あるが、過半は 20 億円未満である。中央値は 2005 年 18.00 億円、2006 年 15.20 億円であった。

また 2005 年の資料では「公募」と「売出し」が区分されているので公募のみを集計すると、調達額は平均 19 億円、分布は下表のとおり、中央値は 11.03 億円となる。

JASDAQ では、2006 年に資金調達を伴う上場を実施した企業は 53 社であった(他の市場にすでに上場している会社の重複上場等があるため、上場する会社が資金を調達しない場合がある)。公募による調達額は平均 17.43 億円、中央

既発行株の取引であるため、上場する会社に資金が入るわけではない。しかし東証で公開されている資料では、2006 年については両者の合計値だけが公表されているので、これについての経時的な変化をみたものである。

ここに見られるように、マザーズ上場によって調達される資金の 1 社あたりの額は、2005 年はやや突出して 35 億円であるが、それ以外の年については 20 億円台で推移している。

値は 7.59 億円である。

したがって、少なくとも過去の事例から判断するなら、マザーズ、JASDAQ 上場によって企業が調達できる資金は、多くて 20 億円程度と考えることが妥当だといえるだろう。もちろん、100 億円を超える資金調達の例がないわけではない。しかしそうなるためには、相応の投資計画が不可欠である。

## 2) 調達資金の使途

### ① スタジアムの保有と運営

つぎにこの資金を何に供するのかという点である。よく言われるのは

- ・日本のサッカーチームは自前のスタジアムを持っていない

表 5 東証マザーズと JASDAQ に上場した企業の公募・売出調達額 (単位:社)

調達額	東証マザーズ		JASDAQ	
	2005	2006	2005 (公募のみ)	2006 (公募のみ)
10 億円未満	12	7	17	31
20 億円未満	13	18	12	10
30 億円未満	3	8	3	6
50 億円未満	4	5	1	2
100 億円未満	1	2	3	3
100 億円以上	4	1	1	1

資料:東京証券取引所(2005)(2006b)、JASDAQ(2007)

・ 上場によって資金を調達し、スタジアムを保有することができる/すべきではないかという議論である。

そこで、ではスタジアムを保有するにはどの程度の費用がかかるのかを確認しておく。次表は、ワールドカップに向けて整備されたスタジアムの建設費用である。費用が最も大きいのは横浜国際総合競技場(現日産スタジアム)であり 600 億円、最も少額でも神戸(ウィングスタジアム)の 230 億円である。これに対して、マザーズあるいは JASDAQ 上場で得られる資金が前述のように 20 億円程度だとすると、たとえ上場したとしても、J クラブはスタジアムを、調達した資金によって建設することはできないということがわかる。

とはいえ、スタジアムの保有が不可能というわけではない。具体的な方法としては、上場によって調達した資金を資本とし、スタジアムを新設、あるいは行政等からの譲渡によって取得し、差額は債務によって充当するというものである(尚表の整備費用には土地代金が含まれていないので、J クラブないしこの親会社が民間の会社としてスタジアム運営事業を実施する場合には、土地取得費用あるいは地代が必要となる)。

民間企業によるスタジアムの保有と運営は例を見ないわけではない。東京ドームは(株)東京ドーム

が保有・運営しており、甲子園球場は阪神電気鉄道株式会社が所有している。これらの例のように、上場する会社がスタジアムを保有するとともにグループ会社として J クラブも保有し、当該のスタジアムを J クラブのホームとすることはあり得るだろう。

ただしこの場合、上場する会社の主たる事業は J クラブの運営ではなくなる。事業構造としては、スタジアムを保有する会社が J クラブ「も」保有しているというものになる。したがって図 1 の類型では 3 に該当するものとなる。

## ② 練習場等の整備

練習場やクラブハウスの整備は、スタジアムと比較した場合所要資金は少額なので、10 億円程度の資金調達に相応しい資金使途であるといえる。問題は、このような投資が収益を生まないという点である。したがって、株式上場の目的には適合しない。もし練習場やクラブハウスの賃借費用が高く、これらの施設を自有することが収益の改善につながることも考えられる。しかし事業成長を伴わないという点は同様である。

## ③ 選手の獲得

選手の獲得に際し、移籍金は 3 年で償却され

表 6 ワールドカップ スタジアムの整備費用(億円)

施設名	整備費用(億円)
札幌ドーム	422
宮城スタジアム	270
新潟スタジアム	312
カシマサッカースタジアム	236
埼玉スタジアム 2002	356
横浜国際総合競技場	600
静岡スタジアム	300
長居スタジアム	401
神戸ウイングスタジアム	230
大分スポーツ公園総合競技場	251

資料:日本経済新聞 2001.4.8, 31 面

(神戸ウイングスタジアムについてはワールドカップ開催後の二次整備費用を含む。スタジアムの呼称は新聞掲載時のものである。)

ることが多い。この原資を増資で調達することを想定することができる。たとえば移籍金 12 億円の日本人選手を獲得すると、キャッシュフロー上は当初 12 億円が支出され、損益計算書上では毎年 4 億円の償却費となる。償却によって得たキャッシュは次の移籍金支払いの原資となる。移籍金によってチームを強化し、これが収入増につながることを期待される。

もし上場せず自己資金で移籍金支出をまかなうとすると、自己資金が不足する場合には借り入れによることになるが、既述のとおり、非上場会社の借り入れは個人保証を必要とすることが多い。すなわち、上場は自己資本を増すだけでなく債務の取り入れも容易にするのに対して、非上場であるとする移籍金には債務を充当することが難しい。そうであるとする、移籍金の原資は非上場のままでの増資ということになる。

ただし、移籍金を資産とみなし得るかどうかは、おそらく判断のわかれるところである。会計上は償却資産となる。しかし、選手という資産が利益成長に貢献するかどうかは不確定であり、次に検

討する上場審査の観点からは、運転資金でまかなうべき性格の支出と判断されることもあり得る点に留意が必要であろう。

#### ④関連事業

J クラブが実施している、あるいは実施できる事業には、試合興行以外のものが含まれる。その中には、ジュニアやユースの育成など、直接的に収益を生まないものもあるが、肖像権・商標の活用、フットサル施設の運営、グッズ販売、情報サービスなど、収益に貢献するものも含まれ得る。どのような事業を実施し、収益を生んでいくのかは会社が有するアイデアに依存する。現在実施されていない事業が生まれることも考えられる。そのような事業の拡大を目的として、上場によって資金を調達することを意図する会社もあり得るだろう。

このような事業を展開することは、基本的には妨げられない。したがって、それを目的とする上場はあってよい。この場合、会社の本業は J クラブの試合興行及びこれに付帯する事業ではないという点は、①のスタジアムの場合と同様である。



表 7 上場によって調達する資金の使途

	使途の評価	評価の理由、備考
ア) スタジアムの保有・運営	○	調達できる額はスタジアム取得費用よりかなり小さいと想定される。 上場する会社にとって J クラブの興行は小規模な事業となり、会社の本業はスタジアム運営になる。
イ) 練習場等の整備	×	利益成長にあまり貢献しない
ウ) 選手の獲得(移籍金等)	△	運転資金の性格のものである。
エ) 関連事業	○	上場する会社にとって J クラブの興行は小規模な事業となる。

## V. 審査基準から見た上場の妥当性

本章ではリーグの現行の規定規約は一旦止揚し、上場要件の観点から、J クラブの株式上場の可能性を検討することとする。検討に際しては、東証マザーズおよび JASDAQ の上場要件を参照することとする。新興あるいは比較的小規模な企業向けの取引市場はマザーズ、JASDAQ 以外にもあるが、上場要件そのものはほぼ同様と思われるので、これらを例とすることとする。

### 1. 東証マザーズ、JASDAQ の上場基準

#### 1) 主な上場基準

東証マザーズ上場に際しての主たる審査基準(形式基準)は次のようなものである(東京証券取引所(2006a) p.24 による)。

- ① 上場株式数 上場時に 1000 単位以上の公募又は公募及び売出し(ただし、公募は 500 単位以上)
- ② 少数特定者持株数 制限なし
- ③ 株主数 上場時の公募又は公募及び売出しにより、新たに 300 人以上の株主を作ること
- ④ 事業継続年数 1 年以前から取締役会を設置して事業活動継続
- ⑤ 純資産の額 制限なし
- ⑥ 上場時価総額 10 億円以上

⑦ 利益の額 制限なし

⑧ 売上高 上場対象となる事業について売上高が計上されていること

つぎに JASDAQ は同社ホームページによれば以下のとおり。

① 株主数 上場日における上場申請に係る株式(自己株式を除く)の数(見込み)

- ・ 1 万単未満の場合 300 人以上
- ・ 1 万単以上 2 万単未満の場合 400 人以上
- ・ 2 万単以上の場合 500 人以上

② 時価総額 上場日において 10 億円以上(見込み)

③ 利益の額 直前事業年度における当期純利益金額が正又は経常利益金額が 5 億円以上

④ 純資産の額 直前事業年度の末日において 2 億円以上

上記審査基準から判断できることは、おそらく、平均的な J クラブであれば、基準を満たすことができる可能性が高いという点である。マザーズをはじめとする新興市場は、過去の実績を問わない。これに比べると JASDAQ は純資産 2 億円以上、純利益計上が要件でありマザーズと比較するとやや制約が厳しい。とはいえどちらも形式基準上は上場が比較的容易であるといえるだろう。

## 2) 実質的な上場審査基準

上記以外で検討すべき事項としてはつぎのようなものがある。

### ① 成長性

マザーズでは上場時に売上高が計上されていればよく、利益についても制限はない。しかし将来については「高い成長性を有していると認められる」ことが条件となっている。JASDAQも、というより上場を企図する場合には市場を問わず成長を求められる。そしておそらく解釈としては、「プロサッカーの興行」だけでは、成長性があるとは判断されないものと思われる。したがって、これに付随する事業、具体的には

- 1) スタジアムの運営
- 2) サッカースクールやフットサルクラブの展開
- 3) メディアビジネス
- 4) 肖像権等無体財産を活用したビジネス

等の成長が意図され、上場時に調達した資金もこれに供することが計画されている必要があるといえるだろう。換言すれば、Jクラブないしその親会社が上場を企図する場合、上場する会社の基幹事業は Jクラブの興行ではないということである（なおマザーズを例にとるなら、これについては下記のとおり「上場申請のための有価証券報告書（Iの部）」の「事業等のリスク」の項に記載しなければならない）。

マザーズは、新興企業に対して早期の資金調達の機会を与え、更なる成長を支援する市場であるとのコンセプトに基づき、上場に際してのファイナンスで得られる資金の用途を具体的に明記した上で投資リスク等を記載する（設備資金、運転資金、借入金の返済、有価証券の取得、関係会社に対する出資又は融資、事業の買収等）。

東京証券取引所(2006a) p.33

### ②親会社との関係について

上場しようとする Jクラブないしその親会社に、親会社等の大株主がある場合、「上場申請のた

めの有価証券報告書（Iの部）」の「事業等のリスク」の項に記載しなければならない事項として「大株主による申請会社の経営への関与の状況」がある。具体的には以下の場合となっている。

大株主の会社に対する経営の関与の状況が、今後の会社の事業展開上何らかの影響を及ぼす可能性がある場合など。また、大株主に事業運営上依存しており、何らかの事由により当該大株主との取引が継続できなくなる可能性、あるいは業績に影響を与える可能性がある場合など。

東京証券取引所(2006a) p.32

また親会社がある場合には以下も条件となる。

(a) 親会社等又は申請会社が、原則として申請会社（申請会社の資本下位会社を含みます。以下(b)まで同じ。）又は親会社等の不利益となる取引行為を強制し、又は誘引していないこと。（審取扱 7.(1)c(a)）

(b) 申請会社と親会社等が、原則として通常の見積りの条件（例えば市場の実勢価格をいう。）と著しく異なる条件で事業上の取引その他の取引を行っていないこと。（審取扱 7.(1)c(b)）

(c) 次のイ又はロに適合すること。ただし、申請会社と親会社等との事業場の関連が希薄であり、かつ、当該親会社等による申請会社の株式の所有が投資育成を目的としたものであり、申請会社の事業活動を実質的に支配することを目的とするものでないことが明らかな場合は、この限りでない。（審取扱 7.(1)c(c)）

イ 申請会社の親会社等〔原文但し書き略〕が発行する株券が国内の証券取引所に上場されていること〔原文但し書き略〕。

ロ 申請会社が、その経営に重大な影響を与える親会社等（前イに適合する親会社等を除く。）に関する事実等の会社上場を適切に把握することができる状況にあり、次の（イ）又は（ロ）及び（ハ）に掲げる事項について当該親会社が同意することについて書面により確約すること。

(イ) 申請会社が、当該親会社等(継続開示会社である場合)の有価証券報告書(訂正有価証券報告書を含む。)及びその添付書類、半期報告書(訂正半期報告書を含む。)、四半期報告書(訂正四半期報告書を含む。)、臨時報告書(訂正臨時報告書を含む。)の写しを当取引所に提出し、当取引所が公衆の縦覧に供すること。

(ロ) 申請会社が、当該親会社等(継続開示会社である場合を除く。)が開示府令第 15 条第 1 項第 1 号イに規定する「第三号様式」に準じて作成した当取引所が適当と認める書類〔原文但し書き略〕を、上場後においても各事業年度ごとに当取引所に提出し、当取引所が公衆の縦覧に供すること。

(ハ) 申請会社が、当該親会社等に関する事実等の会社情報のうち、申請会社の経営に重大な影響を与えるものを投資者に対して適時、適切に開示すること。

東京証券取引所(2006a) p.35-36

以上の要件が求めるのは、つぎのような点である。

ア) 上場する J クラブないしその親会社とその大株主との間の取引が適正なものでなければならない。

たとえば大株主が J クラブのスポンサーでもあった場合、スポンサー料が適正でなければならない。

イ) 大株主がたとえ非上場会社であっても、その情報が開示されなければならない。

このような制度は、通常の投資家保護のみならず、上場する会社が反社会的勢力によって支配されることを防止する手段として有効である。とはいえ、当事者に規則を逸脱しようという意図があれば、株式を分散保有する等の手段を採ることもできるので施策としては必ずしも完璧ではない。そのような場合には実態に即した判断と対処が行われるものと思われるが、規制が不十分であることは認識しておくべきであろう。

## 2. 規約と上場審査とのコンフリクト

本件の検討にあたり、証券会社に対するヒアリングを実施したが、これにおいて、上場審査の制約になるとの指摘を受けた規約条文、およびこれについての検討結果はつぎのとおりである。

### 【24 条】J クラブの株主

これについては別項で指摘しているので省略する。

### 【26 条】名称および活動区域等

証券会社からは、活動区域を限定されることが成長の制約要因とみなされるとの指摘があった。反論として、たとえばコカコーラのボトリング会社は実質的に活動区域を限定される存在でありながら上場を維持している。したがっておそらく、活動区域が限定されていることによって、上場の申請が受理されないということはないと思われる。もちろん、この問題が成長制約であることは事実なので、結果として否認される懸念はあるといえるだろう。

### 【165 条】最終的拘束力

上場会社は株主の利益を尊重する存在なので、この基本原理と 165 条とが相反する可能性は否定できない。リーグ組織がチェアマンの決定を最終的拘束力のあるものとする自体は大いにあり得るが、不服に際して裁判所等の第三者に訴えることができないという点は少なくとも外形上は上場の制約要因といえるかもしれない。

とはいえ、株主が 165 条に拘束されるかどうかは不明である。同条には「当事者および J リーグに所属するすべての団体および個人はこれに拘束され」とあるが、「当事者」の範囲は不明確であり、一般的には J クラブの株主は株主としては 165 条に拘束されないと考えるのが妥当である。そしてそうであるとすれば(それが規約上そうあるべきかどうかは措くとして)株主は決定への不服を第三者に訴えることが可能であるため、株主が利益を求める機会をこの条文が侵害しているかどうか

かについては判断の分かれるところであろうと思われる。

これも一般的に解釈すれば、同条は Jリーグの健全な運営を目的として発動される。この目的と各 Jクラブとの利害の葛藤は同条だけによって生じるものではないので、同条があることによって、Jクラブの株主の利益が著しく侵害されると考える必然性はないものと思われる。

## VI. 結論：あり得る上場条件

以下では、ここまでの検討に基づいて、Jクラブの株式上場の可能性を評価することとする。

### 1. Jクラブの直接上場

Jクラブの直接上場は、規約 24 条があることにより、認められない可能性が高い。したがって、Jクラブの上場を容認するのであれば、上場会社には 24 条を適用しないという規則を設けることが必要となる。

一方で、Jリーグは Jクラブについて特定の類型の株主を排除したい。株主には、Jリーグの理念に叶う経営行動を選択することが求められる。この背反する問題を解決することができなければ直接上場は不可能である。

東証マザーズでは、上場時の公募または売出しにより、新たに 300 人以上の株主をつくるのが上場要件の一つである。JASDAQ では、単元数によって 300 人以上～500 人以上の株主がいることが必要とされる。しかし、一定の株主数があれば、少数の大株主の持分比率が高くて形式要件としては問題にならない。

したがって、株式を上場したとしても、いわゆる母体企業(複数でもよい)が高い持分比率を維持することが可能である。

とはいえ、自由な売買を認めるということならば、安定株主は維持されない危険がある。これを回避するための方法としては下記を規約に加えることが考えられる

① 母体企業(群)は、たとえ Jクラブが上場しても、その持分が過半でなければならないものとする。

② 上記母体企業が Jクラブ株式を譲渡する場合は市場によらず相対とし(すなわち譲渡先を特定し)、Jリーグ理事会の承認事項とする。

③ 適切でない大株主が登場した場合、Jリーグは当該の Jクラブに是正を求め、必要があれば除名することができる。

このようなルールは実質的な譲渡制限であるが、上場会社には株式の譲渡制限を付すことが認められていない。したがってたとえ規約 24 条を上場会社には適用しないとしても、上記のような代替的な規約を設けるなら、Jクラブ自身が上場することは困難であるかもしれない。

### 2. Jクラブの親会社の上場

第Ⅲ章で指摘したように、数社の Jクラブには上場親会社がある。しかしこれらの親会社は、

ア) 株式時価総額が大きく、Jクラブの支配を目的として親会社を買収しようという企業が登場することは想定する必要がない。

イ) 大規模な本業を有しており、Jクラブが実施する事業の収益やキャッシュフローに期待することがない。

という点において、問題のない会社であるということができる。またこれを逆から見るならば、上記のような性格・特質を持たない上場会社が Jクラブの親会社になることを回避できるような制度であれば、親会社の上場は許容されるということである。以下、これを満たすための制度的な条件を検討しておく。

#### 1) 上場親会社の規模について

親会社の規模が大きければ、Jクラブの支配を目的とする買収の可能性が低くなる。したがって、Jクラブの上場親会社の要件として、一定の規模を求めることが考えられる。

具体的な指標としては、株式時価総額が論理的には合理性があるが、これは日々変動する性格のものなので、実用には不向きである。代替的な指標としては、自己資本額を充てることが妥当であろう。

では、どの程度の自己資本が被買収に対する耐性を実現するのに十分なのかは、一意的には決まらない。たとえば既存の親会社の中で株式時価総額が最低の日本テレビ放送網の場合、同時期の自己資本額は約 3,980 億円である。仮にこの額、あるいはこの半額である 2,000 億円程度を上場親会社の要件とすると、新規に上場しようという J クラブはおそらく皆無となるだろう。

議論のために対案を示すなら、例えば上場親会社の自己資本の最低要件を 200 億円とする。この場合、親会社を支配するのに必要な資金は 100 億円となる。J クラブの支配だけを目的として投下する額としては極めて大きいので、抑止力としては十分であると考えられる。比較のために再掲すれば、取引市場が求めている自己資本額は、マザーズについては条件がなく、JASDAQ は直近の決算で 2 億円である。株式上場によって調達できる資金が仮に 20 億円程度あったとしても、200 億円とはまだ隔たりが大きい。これをどこまで下げることができるのかが検討されるべきであろう。

## 2) J クラブの事業から他の事業への資金供与の防止

すでに述べたとおり、上場親会社が J クラブの収益を他の事業に供することは、一般的な会社のあり方としては問題がないものの、J リーグの方針には明らかに抵触するものである。一方でこれまで高い収益を計上した J クラブはなく、これは J リーグとしては問題視するところではないが、逆に上場審査の観点からは、収益に貢献しない、場合によっては収益を損なう事業部門を保有してい

ることは好ましくない。すなわち、上場審査の観点と J リーグの観点は、正反対であるといえる。

したがって、上場親会社の規模が小さい場合、上場審査(新規上場時)あるいは IR(上場後)の観点からは、J クラブは純然たるコストセンターではなく、一定の利益を計上する事業部門であることが求められる。そしてそうであれば、この利益が親会社あるいはその他の事業に供されないことが、リーグおよびクラブ運営上求められるところとなる。

具体的には、J クラブとその親会社である上場会社との関係において、

- ① J クラブが計上した収益は、配当に供さない
  - ② 配当以外の方法によっても、親会社は J クラブの収益を損なうような操作をおこなってはならないという制約を課することができるかどうか
- という問題である。

結論から言えば、このような制約はおそらく不可能である。あり得る方法としては、J クラブ事業についてセグメント情報の開示を求め、親会社の財務行動がリーグが想定する J クラブのあり方に抵触するものである場合は是正を求めることにとどまるものと思われる。

## 3) J クラブによる種類株式の発行

最後に、リスク回避を万全のものにするためには、方法として、J クラブによる種類株式の発行があり得る。この種類株式は議決権の過半を有するものとし、引き受ける主体としては J リーグの関連会社、J クラブ全社が出資する持株会社(あるいは組合、LLP 等)が想定される。種類株式は子会社である J クラブが発行するものなので、引き受け先は親会社についての議決権は持たない。

上場親会社の規模が十分大きい場合は J クラブが種類株式を発行する必要はないだろう。しかし規模が小さい親会社の上場を認める場合には、このような仕組みを検討すべきであると思われる。

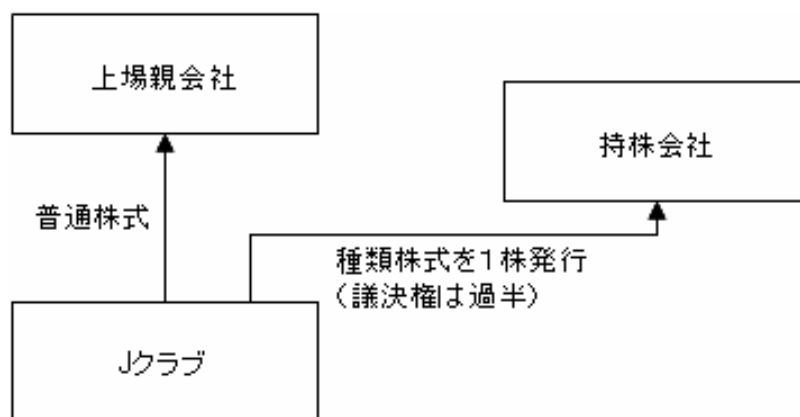


図2 Jクラブによる種類株式の発行

**注1:** 該当する規約は以下のとおりである。

**Jリーグ規約第19条【J1クラブの資格要件】**

J1クラブは、以下の要件を具備するものでなければならない。

- (1) 日本法に基づき設立された公益法人または発行済株式総数の過半数を日本国籍を有する者が保有する株式会社であること
- (2) 以下略

**Jリーグ規約第19条の2【J2クラブの資格要件】**

J2クラブは、以下の要件を具備するものでなければならない。

- (1) 日本法に基づき設立された公益法人または発行済株式総数の過半数を日本国籍を有する者が保有する株式会社であること
- (2) 以下略

**Jリーグ規約第24条【Jクラブの株主】**

② Jクラブは、発行済株式の株主を変更し、または新たに株式を発行する場合には、Jリーグに報告しなければならない。また株主変更または新規発行する株式が、累積で発行済株式総数の5%を超える場合には、予め理事会の承認を得なければならない。(以下略)

出所：社団法人日本プロサッカーリーグ(2006),p.14-15,18

**注2:** オーナーがJクラブの赤字を回避したいと考える理由は、次の2点である。

① Jクラブのコストが増大し、オーナーないしスポンサーとしての負担が増加することを回避したい。

② Jリーグの内規では、Jクラブが債務超過であった場合、あるいは過去2年間の当期損失の合計額が期末純資産額を上回る場合は、原則としてJ2からJ1に昇格することができない。したがって、たとえばJ1からの降格を回避するために強化費を投入して損失が拡大し、不運にも降格する場合、次シーズンのチーム成績が再昇格に適用のものであったとしても、財務要件を理由として昇格できないことがあり得る。あるいはJ2に所属するチームが昇格を目指してコストを増加させた場合も同様である。すなわち、保有するJクラブの昇格を意図するオーナーは、Jクラブの継続的な赤字や債務超過を回避しなければならないのである。

**注3:** 社会貢献を目的とするオーナー・スポンサーの場合は、ユニフォーム等への企業名の掲示を不要と考える例も見られる。しかしこれを掲示しない場合オーナー・スポンサーからJクラブに支払われた資金は取引の対価ではなく贈与とみなされ税務上不利になるため、言わば仕方なく社名が掲示されることがある。

**注4:** Jクラブの中で、母体組織が上場会社、あるいは母体組織の親会社を上場会社であるクラブは鹿島(住友金属工業)、浦和(三菱自動車)、大宮(NTT東日本-親会社が日本電信電話)、千葉(東日本旅

客鉄道、古河電気工業)、FC東京(東京ガス他)、川崎(富士通)、横浜Fマリノス(日産)、磐田(ヤマハ発動機)、名古屋(トヨタ自動車)、京都(京セラ)、ガンバ大阪(松下電器産業)、セレッソ大阪(日本ハム)、広島(マツダ、デオデオ-親会社がエディオン)福岡(コカコーラウエストジャパン-親会社がコカコーラウエストホールディングス)、柏(日立製作所)、東京ヴェルディ(日本テレビ放送網)である。このうち、浦和はホームページで三菱自動車の株式持分が 50%超であることを開示しており、千葉は東日本旅客鉄道、古河電気工業の持分がそれぞれ 50%であることをホームページで開示している。鹿島については東洋経済新報社(2007)により住友金属工業の持分が 50%超であることがわかる。同じ資料により、大宮、磐田、名古屋、セレッソ大阪、広島については、母体企業ないしその親会社の持分はいずれも 50%以下である。東京ヴェルディについては、日本経済新聞 2006 年 3 月 31 日の朝刊 13 面の記事により日本テレビ放送網が親会社であることがわかる。これ以外の母体企業については持分が不明だが、FC東京については母体企業が多いこと、福岡については社長が九州電力出身者であり、また福岡県が 2 位の株主であることが判明している等の理由から、母体企業であるコカコーラ・ウエスト・ジャパンの持分は 50%を超えていないものと判断した。

#### 引用・参考文献

あずさ監査法人(2006) 株式上場の手引き (2006.4)

Gannon, J., Evans, K. and Goddard, J(2006): The

Stock Market Effects of the Sale of Live Broadcasting Lights for English Premiership Football: An Event Study: *Journal of Sport Economics*, Vol.7(2), p.168-186

株式会社ジャスダック証券取引所 ホームページ  
[http://www.jasdaq.co.jp/list/list\\_02\\_h18.jsp](http://www.jasdaq.co.jp/list/list_02_h18.jsp)  
(2007.2.22 検索)

日本経済新聞 2001.4.8 朝刊

日本経済新聞 2006.3.31 朝刊

社団法人日本プロサッカーリーグ(2006)「J リーグ規約・規程集 2006」

Renneborg, L. and Vanbrabant, P.(2000): Share Price Reactions to Sporty Performances of Soccer Clubs Listed on the LONDON STOCK EXCHANGE and the AIM, Center for Economic Research, No.2000-19

Stadtman, Georg (2003):Frequent News and Pure Signals:Evidence of a Publicly Traded Football Club , *Scottish Journal of Political Economy*, Vol53(4),p.485-504.

東京証券取引所(2005) マザーズ市場の動向 2005

東京証券取引所(2006a) マザーズ上場の手引き (2006.12.1 改訂)

東京証券取引所(2006b) マザーズ市場の動向 2006

東洋経済新報社(2006) 会社四季報 2006 夏号

東洋経済新報社(2007) 日本の企業グループ 2007