

人文・社会科学研究

東京国際大学大学院

第7号

論 文

プロサッカーチームの株式価値評価 岡本 教孝..... 1

人文・社会科学研究

東京国際大学大学院

第7号

プロサッカーチームの株式価値評価

岡 本 教 孝

Valuation of Soccer Teams

Noritaka Okamoto

Abstract

The purpose of this paper is to clarify the valuation basis for the stock value of professional soccer teams. Clarification will activate the ownership change of the market and improve the value of the market and the value of the professional soccer team. PSR is found to be the most suitable indicator for valuating the stock value of professional soccer teams. PSR is an abbreviation of Price to Sales Ratio, and is an index that measures how many times the stock value is valued as sales ratio. The value of a professional soccer team is the number of fans. In other words, filling the stadium is the most important point in improving value. The basic job of the professional soccer company is to sell out the tickets. Sales ratio is a direct reflection of that value. By filling the stadium, sponsors will be attached, the value of broadcasting rights will increase, and as a result, merchandise will also sell. The result is reflected in sales ratio, and it is simple to value the stock value based on how many times that sales ratio, but it captures the essence. I found out why it is the most useful in the field of business scene. However, the problem became clear. The purpose of clarifying stock valuation basis is to improve the quality of investment decision-making. Even if we were able to make investment decisions based on clear valuation basis for stock value, from the standpoint of return on investment, future free cash flow forecasts would also need to be more accurate at the same time. The eternal theme of investing is to predict future free cash flow, and how to discount it to net present value, and whether the sum worth of the valuation is high value or low value. How to calculate the future predictions of professional soccer teams remains an issue for the future.

目 次

第1章	はじめに
第1節	研究の背景

第2節	研究の問題意識
第3節	研究の目的と方法
第4節	先行研究
第5節	本論文の構成
第2章	プロサッカーチームの株式価値評価
第1節	上場しているプロサッカーチーム

第二節 株式価値評価のアプローチ

第三節 企業価値の定義

第四節 インカムアプローチ

第一項 DCF法

第五節 マーケットアプローチ

第一項 類似会社比較法

第二項 EV/EBITDA倍率

第三項 PSR

第四項 選手登録権

第五項 PBR

第3章 結論

第1章 はじめに

第一節 研究の背景

1999年2月1日日本プロサッカーリーグ（以下、Jリーグ）のチームである横浜フリューゲルスが消滅した。正確にいうと同じフランチャイズチームである横浜マリノスに吸収合併された。原因は株主の業績不振によるものであった。

1993年5月15日にJリーグが開幕してからわずか5年の出来事である。Jリーグは長期的な視点に立って運営を行う「100年構想」、「地域密着」を理念に掲げ、チーム名から企業名を外し、地域が支えるリーグとして発足した。その点、プロ野球とは対照的なことから当時注目された。

それが特定の企業の論理でチームが消滅することになった。結局「企業スポーツ」から脱し切れていなかったことが露呈した。理念と現実のギャップ、何よりチームが消滅せざるを得ない事実にとだ愕然とした思いにさらされた。

開幕当時のあの熱狂は何だったのか。日本独特の一過性のブームだったのだろうか。スポーツは世の中が不況になれば真っ先に切り捨てられる対象なのだろうか。そもそもスポーツの「価値」とはどのようなものなのだろうか。これらが論文執筆に至った背景である。

第二節 研究の問題意識

問題意識は「スポーツの価値」の定義が明確にされていないことである。例えばサッカーの

場合、チームの運営法人の大半が株式会社である以上、「株式価値」の評価が基準となるはずである。リーグの理念でチームは地域が支えるに掲げていたとしても、運営法人である株式会社は商法上、株主のものになる。

社会的意義が先行し、「株式価値」の評価が議論されてこなかった。ここに筆者は問題意識がある。

第三節 研究の目的と方法

本論文の目的はプロスポーツチームの株式価値の評価基準を明確にすることである。プロスポーツチームの中で最も財務の透明性が高いサッカーを取り上げる。サッカーで情報公開が進んでいるのは欧州である。よって欧州のチームを中心に取り上げる。

研究方法は株式価値がわかる上場企業を中心に文献研究とする。非上場でも報道等でM&A時に株式価値が判明したチームも取り上げる。

サンプリングしたチームを特定の方法で株式価値評価方法の検討を行う。どの評価アプローチがプロサッカーチームの株式価値を評価する上で最適であるかを検証する。また、その最適な評価方法の中で一般的にわかりやすい参考指標を明確にする。

株式価値の評価基準を明確にすることでプロサッカーチームの株式の流動化を図ることができる。つまりオーナーチェンジを活発にすることができる。オーナーチェンジを活発化することによって市場は活性化し、チームは企業価値を高めることに意識が傾き、結果的に株式価値を高めることに繋がる。

第四節 先行研究

プロサッカーチームの株式価値評価の先行研究として代表的な論文は「Valuation of Football Clubs」J. Dalsø & C.F. Jensen (2020) と「The Valuation of Football Clubs: Empirical Evidence from Professional English Football Clubs」S.H. Schokker (2016) の2つがあげられる。

両論文共にデンマークの論文である。後述す

るが、現在プロサッカーチームの上場数が一番多い国がデンマークである。そのことから財務情報がオープンになり、学術研究も進んでいる要因になっていることが予想される。

両論文ともに共通している課題として、プロサッカーチームの評価方法に明確な基準がないことをあげている。これは筆者の問題意識と通じる共通した課題であり、特に国内では確立されていない。それと同時にこれだけ世の中にインパクトを与えているプロサッカーチームであるが、全体的に情報公開が非常に遅れている。業界全体的に運営会社の情報が閉ざされていることも課題である。

前者の論文では特に明確な評価方法を導き出すことができなかつたと結論づけている。ただ、DCF (Discounted Cash Flow) 法と様々な指標のマルチプルの組み合わせや、個別に深くアプローチしたケース、リアルオプションを加えた評価方法等を進めていくとある一定の効果が生まれると述べている。

後者の論文ではオリジナルの指標が一番評価の方法として適切だと結論づけている。財務の数字だけでは評価に限界があり、サッカーのパフォーマンスと関連づけて評価することが適切であると述べている。これに関連すると、4大監査法人の一つであるKPMGが毎年『Football Clubs' Valuation The European Elite』をWebサイト上で公開している。以下の5つの指標を参考に企業価値を算出、欧州トップ32チームをランキング付けしている。1.売上高選手人件費率、2.人気度 (SNS フォロワー数)、3.選手価値総額 (選手登録権、人件費等)、4.放映権、5.自社所有のスタジアム有無。これらのうち2.の人気度については財務諸表に記載されない数字である。プロサッカーチームはこのような財務に表れない客観的な数字をいかに把握するかも分析の鍵となってくるのがわかった。

第五節 本論文の構成

本論文は全部で3章から構成される。第1章としては本研究の背景、問題意識、目的と研究

方法、先行研究を紹介した。本題は第2章に展開。プロサッカーチームの株式価値を評価する上で、背景を確認。第1節で現在上場しているチームの現状を展開。第2節で株式価値の評価方法について展開した。一般論的なアプローチ方法を紹介した上で、プロサッカーチームの評価について何が一番妥当であるか展開した。最後に第3章において結論を述べて終わる。

第2章 プロサッカーチームの株式価値評価

第一節 上場しているプロサッカーチーム

プロサッカーチームで株式を公開しているチームは24チーム存在している (筆者調べ)。

国別で最多はデンマークが (5) チーム。続いてトルコ (4)、ポルトガル (3)、イタリア (3)、イングランドが (2)。オランダ、スウェーデン、スコットランド、ドイツ、フランス、ポーランド、インドネシアがそれぞれ (1) チーム。インドネシア以外は全て欧州である。日本は (0) であった。

全24チームに占める割合として欧州5大リーグ (イングランド、スペイン、ドイツ、イタリア、フランス) に所属しているチームは29.1%であった。2/3以上は欧州5大リーグ以外の国から上場している。

プロサッカーチームの上場の歴史としては、一番最初に上場したチームがトットナム・ホットスパーズ (イングランド) で1983年のことである。次にミルウォール (イングランド) が1989年に、マンチェスター・ユナイテッド (イングランド) が1990年に上場し、1990年代はイングランドのチームの上場が加速した (Morrow, 2003), (Walters & Hamil, 2010)。

上場数は2000年代前半にピークをむかえ、最も多い時で20チーム以上が上場していた。2000年代後半には相次いで上場廃止のチームが急増し、2014年にはマンチェスター・ユナイテッドとアーセナルの2チームのみの上場となってしまった。

図表1 上場しているプロサッカーチーム（時価総額順）2022年7月5日現在

No.	チーム名	シンボル	所属リーグ国	取引所	取引所シンボル	時価総額 (単位:千円)
1	Manchester United	MANU	イギリス	ニューヨーク証券取引所	NYSE	275,139,905
2	Juventus Football Club	JUVE	イタリア	ミラノ証券取引所	MIL	101,755,032
3	Borussia Dortmund	BVB	ドイツ	ドイツ証券取引所	XETR	73,446,783
4	BIRMINGHAM SPORT LTD	2309	イングランド	香港	HKEX	49,269,622
5	AS Roma	ASR	イタリア	ミラノ証券取引所	MIL	36,901,516
6	AFC Ajax	AJAX	オランダ	ユーロネクストアムステルダム	EURONEXT AMSTERDAM	36,842,053
7	Fenerbahce Futbol	FENER	トルコ	イスタンブール証券取引所	BIST	29,312,967
8	OLYMPIQUE LYONNAISE GROUPE	OLG	フランス	ユーロネクストパリ	EURONEXT PARIS	17,235,127
9	Celtic	COP	スコットランド	ロンドン証券取引所	LSE	15,961,993
10	Galatasaray Sportif Sinai Vericari Yatirimlar	GSRAY	トルコ	イスタンブール証券取引所	BIST	15,931,680
11	PARKEN Sport & Entertainment	PARKEN	デンマーク	ナスダックコペンハーゲン	OMXCOP	13,413,780
12	Besiktas Futbol Yatirimlari Sanayi Ve Ticaret	BJKAS	トルコ	イスタンブール証券取引所	BIST	11,783,117
13	Society Sportive Lazio	SSL	イタリア	ミラノ証券取引所	MIL	10,966,669
14	Trabzonspor Sportif Yatirim Ve Futbol Isletmeciligi Ticaret	TSPOR	トルコ	イスタンブール証券取引所	BIST	10,920,000
15	Sport Lisboa e Benfica Futebol SAD	SLBEN	ポルトガル	ユーロネクストリスボン	EURONEXT LISBON	9,574,847
16	Sporting Clube de Portugal Futebol SAD	SCP	ポルトガル	ユーロネクストリスボン	EURONEXT LISBON	5,702,353
17	AGF Bearer and / or registered	AGF B	デンマーク	ナスダックコペンハーゲン	OMXCOP	4,933,020
18	Brøndbyernes I. F. Fodbold	BIF	デンマーク	ナスダックコペンハーゲン	OMXCOP	4,828,734
19	BALI BINTANG SEJAHTERA TBK	BOLA	インドネシア	インドネシア証券取引所	IDX	2,941,176
20	Silkeborg IF Invejt	SIF	デンマーク	ナスダックコペンハーゲン	OMXCOP	2,136,900
21	Futebol Clube do Porto SAD	FCP	ポルトガル	ユーロネクストリスボン	EURONEXT LISBON	2,111,224
22	Ruch Chorzow	RCW	ポーランド	ウルシャワ証券取引所	NEWCONNECT	752,872
23	Aalborg Boldspilklub	AAB	デンマーク	ナスダックコペンハーゲン	OMXCOP	681,907
24	AIK Fotbal	AIK.B	スウェーデン	北欧成長市場	NGM	574,966

※時価総額、為替レートは直近決算期時点にて算出

上場廃止の理由は上場維持するためのコスト、流動性が低い点、株価のハイボラティリティによるものと言われている (Aglietta, Andreff, & Drut, 2010), (Benk- raiem, Le Roy, & Louhichi, 2011)。

イングランドのチーム以外の上場としては1987年にデンマークのプロサッカーチームであるブレンビー IFが初めて上場している (Morrow, 2003)。

1990年代中頃からは1995年にセルティック・グラスゴー (スコットランド), 1997年にFCコペンハーゲン (デンマーク), 1998年にFCポルト (ポルトガル), ラツィオ (イタリア), ローマ, 2000年にグラスゴー・レンジャース (スコットランド) が相次いで上場しており, イングランドのチームとは対照的に2015年以降も増加し続けている。

イングランドのチーム以外では最盛期に33チームの上場が確認されている。

2015年3月時点でこれらの33チームのうち23チームがStoxx®Europe Football Index (現在上場廃止) に組み込まれていた。最も多いのはデンマークで10チーム, さらにポルトガル, トルコ, イタリアでは, 少なくとも3つのチー

ムが上場。その他, フランス, スコットランド, ポーランド, マケドニア, スウェーデン, オランダ, ドイツから上場していることが確認できた (Marc Rohde & Christoph Breuer, 2016)。

第二節 株式価値評価のアプローチ

プロサッカーチームの株式価値を評価する上で, 図表2の3つのアプローチの内, インカムアプローチとマーケットアプローチの2つを採用した。

3つある中で2つを取り上げた理由は以下のとおり。

- ・実際のM&Aの現場では, DCF法と類似会社比較法の両方で評価するのが一般的である事。
- ・欧州のプロサッカーリーグは勝敗によりリーグの昇降格が行われる。下部のリーグに降格してしまうと収益減に繋がることから, どうしても選手強化に投資の主軸が置かれてしまう傾向がある。収益を向上させることに経営の主眼がおかれていない。勝つことに主眼がおかれ赤字企業が多い傾向にある。純資産価値も潤沢ではなく債務超過のチームも多く見られる。過去の蓄積に主眼をおくコストアプローチはプロサッ

図表 2 企業価値評価のアプローチと主な評価方法

アプローチ	価値の根拠	主な評価方法	長所	短所
インカムアプローチ	将来のキャッシュフロー	・DCF法	・将来の収益力、成長力を反映できる ・企業固有の特徴を反映できる	・事業計画、割引率等の前提によって評価が大きく変動する ・継続価値が企業価値の大半を占める
マーケットアプローチ	市場株価	・類似会社比較法	・市場参加者の総意であり、客観性があり、納得感を得やすい ・恣意性が入りにくい	・株式市場のゆがみ等により、正しい企業価値が求められない可能性がある ・類似上場企業を見つけるのが案外難しい
コストアプローチ	現在の資産(純資産)	・年買法 ・清算価値法	・現在の客観的な資産価値を算出できる ・恣意性が入りにくい	・過去に蓄積した資産の評価であり、将来の収益力(のれん)は考慮されない

カーチームの評価方法としては適格ではないと判断した。

各アプローチにはそれぞれ特徴があり、長所・短所がある。企業規模、業種、使用する場面に応じて使い分けていく必要がある。

第三節 企業価値の定義

株式価値を評価する上で言葉の定義を明確にしておきたい。図表3のとおり企業価値を定義した。

企業価値 = 事業価値 + 非事業資産価値 = 債権者価値 + 株式価値

非事業用資産を細かく定義すると現預金、遊休不動産、絵画、ゴルフ会員権、運用が目的の株式、有価証券貸付金、保険積立金等があげられる。本論文では簡便に非事業用資産 = 現預金とした。債権者価値とは有利子負債のことであるが、本論文で有利子負債は簡便に短期、長期借入金とした。

色々な定義が世の中には存在する。決まりはなく正解はないが、よく事業価値を企業価値と混同して記載されている記事を多くみかける。

本論では図表3のとおり企業価値の定義を明確にした。

第四節 インカムアプローチ

第一項 DCF法

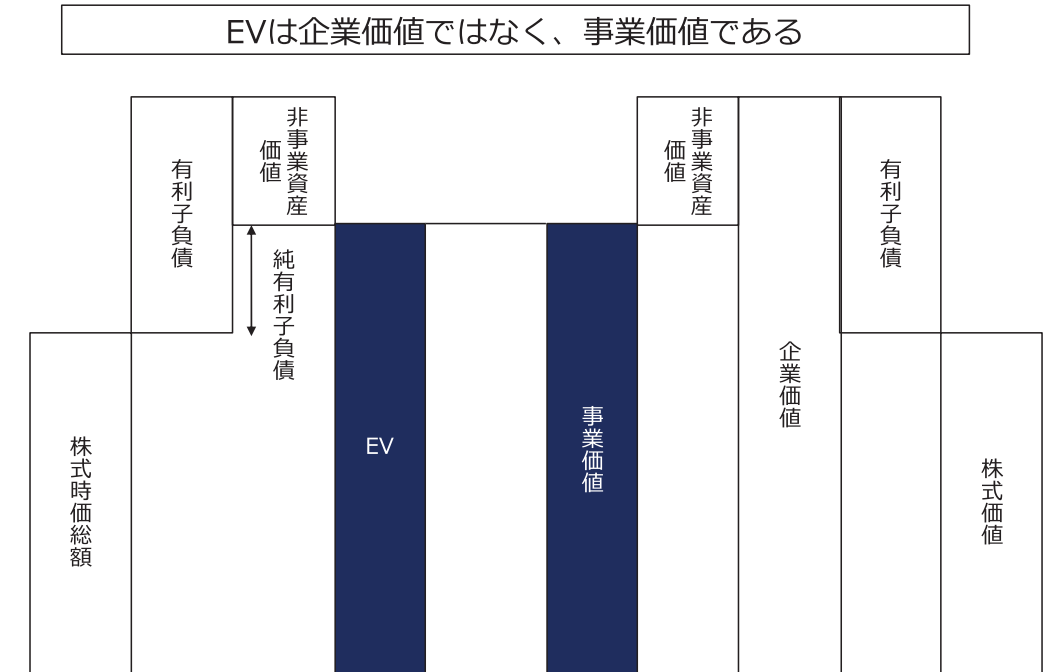
インカムアプローチで代表的な評価方法はDCF法である。算出方法は事業価値に純有利子負債（有利子負債から非事業資産を控除）を控除する方法である。

DCF法の事業価値、継続価値の算定方法は以下図表4、図表5のとおり。

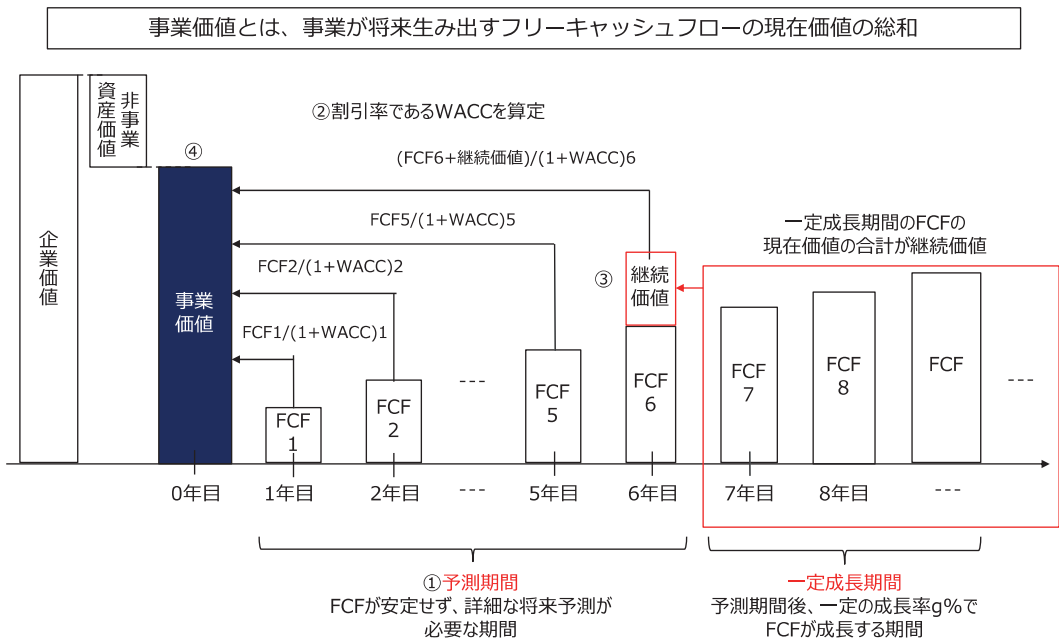
算定のプロセスは以下の通り。

1. 予測期間の事業計画を策定し、FCF（※1）を算定する
2. 評価対象企業のWACC（※2）を算定する
3. 一定成長期間のFCFの価値（継続価値）を算定する
4. 予測期間のFCFと継続価値をWACCで割り引いて事業価値を算定する
5. 事業価値に非事業資産価値を加え、企業価値を算出し、デットをマイナスして株主価値を算定する。

図表3 企業価値の定義



図表4 事業価値算定方法



※1 FCF（フリーキャッシュフロー）＝営業利益－（営業利益×法人税率）＋減価償却費－設備投資（選手登録権含む）－運転資本の増価額

※2 WACC（図表6）

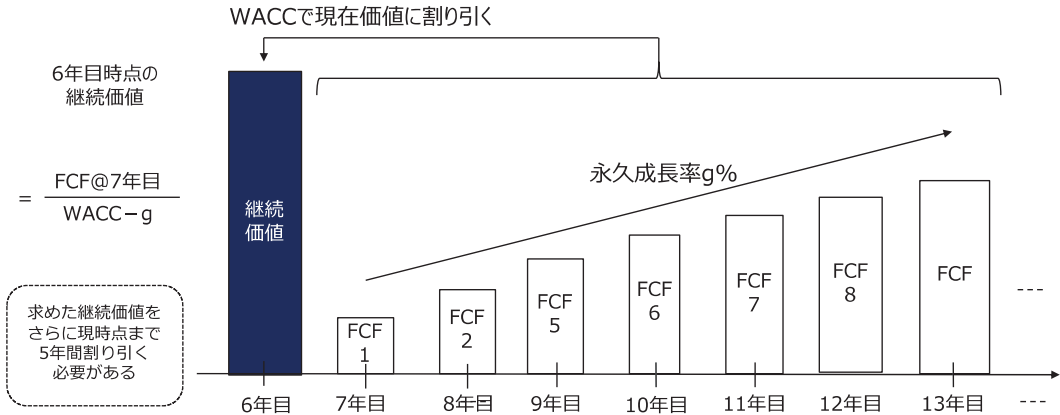
DCF法にてプロサッカーチームの株式価値

を評価するにあたり、問題点が多い。

欧州のプロサッカーリーグは米国のプロスポーツリーグとは対照的に勝敗によるリーグの昇降格、大会における勝利のインセンティブボーナスのボラティリティが非常に高い。

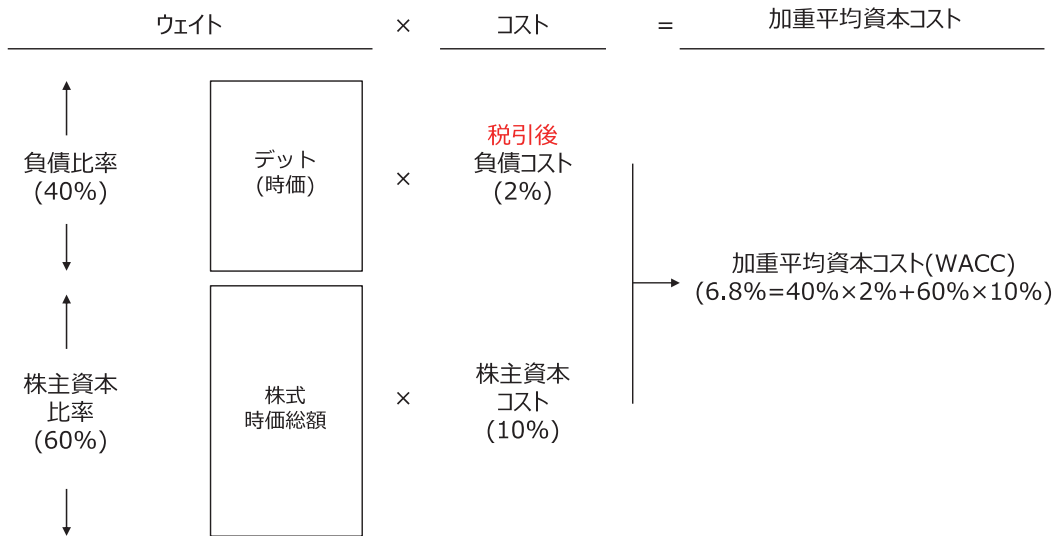
事業の不確実性が高いがために将来のキャッ

図表5 継続価値算定方法



図表6 WACCの計算例

$$\text{WACC} = \text{負債比率} \times \text{税引後負債コスト} + \text{株主資本比率} \times \text{株主資本コスト}$$



- ・ウェイトは、デット(時価)と株式時価総額(＝株価×発行済株式数)の比率
- ・負債コストは、節税効果を考慮して**税引後**で計算(負債コスト×(1-法人税率))

※株主資本コスト＝リスクフリーレート＋β（ベータ）×マーケットリスクプレミアム

シユフローを予測することについて難易度が高い。

DCF法は将来のキャッシュフローの予測、割引率によって価格が大きく振れる。価格を算出する当事者の主観的な部分に左右され易くもある。

欧州のプロサッカーチームにおいて事業計画を公表しているチームは皆無である。詳細な財務諸表を自社のウェブサイトにて公開（英語）しているチームでさえ上場24チーム中6チーム（25%）である。

第五節 マーケットアプローチ

第一項 類似会社比較法

マーケットアプローチで代表的な評価方法は類似会社比較法である。評価対象会社と類似する上場企業の事業価値や時価総額などの財務数値を使って評価する方法である。

インカムアプローチとは違い、市場がつける株価をベースにその対象企業の価値を評価できる。事業計画なしでもアプローチできるため、プロサッカーチームの評価方法として最も適していると言える。

第二項 EV/EBITDA 倍率法

マーケットアプローチにて事業価値を求めるにあたり、実務で最もポピュラーなマルチプル（倍数）法は現状稼ぎ出せるキャッシュフローが類似業種の何倍かを算出する方法である。

現状稼ぎ出せるキャッシュフローによく使われる指標はEBITDAである。EBITDAとはEarnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortizationの略である。

直訳すると「減価償却、税金、純支払金利前利益」となる。EV/EBITDA倍率法はEV（事業価値）に対して現在稼ぎ出せるキャッシュフローの何年分回収できるかを判断する。実務でもよく使われる算定方法である。

マンチェスター・ユナイテッド（イングランド）のannual reportにEBITDAの定義が図表7の通り記載されている。本論文もその定義にてEBITDAを算出した。

注目はProfit on disposal of intangible assets（選手登録権売却益）である。プロサッカーチームの本業の稼ぎではないということで控除している。損益計算書においても、通常の営業利益とは別の項目にて表示されている。昨今の移籍市場を見ていると、破格の移籍金で選手を売買している例が多く見られる。選手が資産、商品であるプロサッカーチームとしては本業といって良い項目だと思うが、額の問題なのか、内容の問題なのか、本業外に記載されている。

EBITDA倍率法による株式価値算定プロセスは以下の通りである。

1. 類似上場企業を選出して、各社のEBITDA倍率を算出し、その平均値を求める
2. 評価対象会社のEBITDAに1.で求めたEBITDA倍率を乗じて、評価対象会社の事

図表7 マンチェスターユナイテッド EBITDA 算定例

		単位：(£ 000)					
項目(英語)	項目(日本語)	2021	2020	2019	2018	2017	加減算
(Loss)/profit for the year	純利益/(損失)	-92,216	-23,233	18,881	-37,629	39,209	+
Tax expense	税金	68,189	2,415	8,595	63,462	17,379	+
Net finance (income)/costs	純金融(収入)/費用	-12,899	26,039	22,509	18,038	24,277	+
Profit on disposal of intangible assets	選手登録権売却益	-7,381	-18,384	-25,799	-18,119	-10,926	-
Exceptional items(a)	特別損失	0	0	19,599	1,917	-4,753	+
Amortization	減価償却(選手登録権)	124,398	126,756	129,154	138,380	124,434	+
Depreciation and impairment	減価償却と減損損失	14,959	18,543	12,850	10,755	10,228	+
EBITDA	合計	95,050	132,136	185,789	176,804	199,848	
	加重平均割合	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	
	加重平均後EBITDA	156,520					

※加重平均：コロナ、直近期からの期間を考慮

業価値を求める

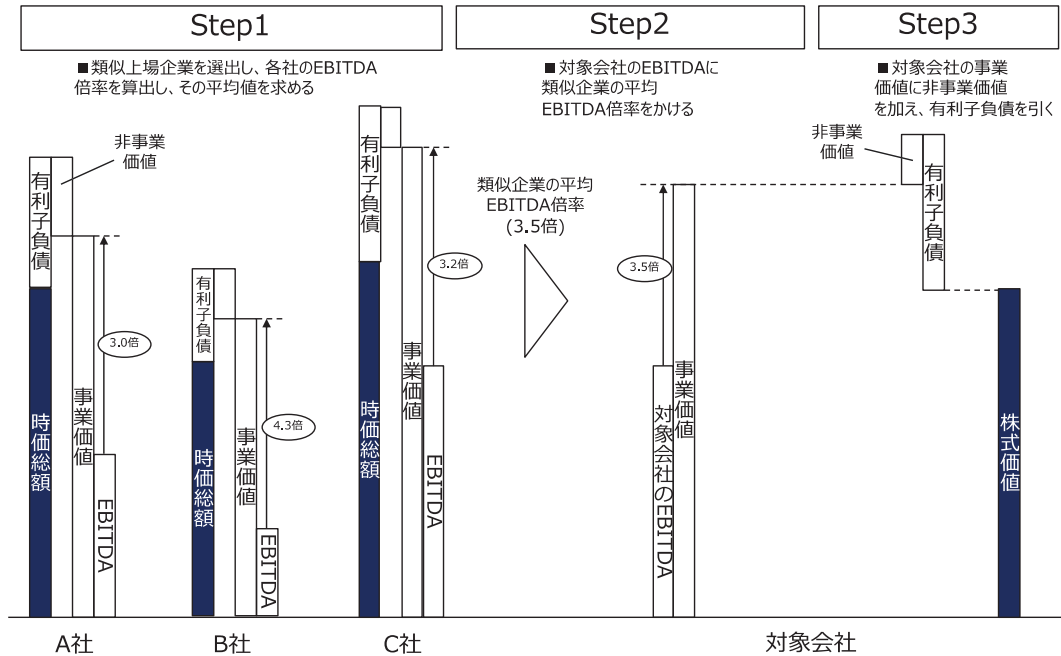
- 算定した評価対象会社の事業価値に非事業価値を加え、デットをマイナスすれば評価対象会社の株式価値が算定できる

EBITDAを算出するにあたり、必要な各項目の数字を抽出する必要がある。上場企業で自社のウェブサイトの詳細な財務諸表（英語）を公表しているチーム、非上場企業で買収時に価格をリリースしているチームに絞って算出してみた。EVとEBITDAの数字については直近2021年決算期の数字から遡って5期分の加重平均を

算出しEV/EBITDA倍率を算出した。非上場であるCity Football GroupとChelsea, AC MilanのEVは買収時点の期にて算出。算出期間についてはCity Football Groupのみ2019年期末決算から5期分遡って算出（2019年に外資系ファンドが株式取得時に買収価格が判明したため）。それが以下図表9である。

EBITDAが黒字のチームでEV/EBITDA倍率の平均値は32.22倍となった。果たしてこの数値が高いのか低いのか。国内ではあるが、プロサッカーチームの類似業種で比較してみた。

図表8 EBITDA倍率による株式価値算定例



図表9 直近の欧州トップチームのEV/EBITDA倍率

(単位:thousand)												
No.	チーム名	通貨	(Loss)/profit for the year	Tax expense	Net finance (income) /costs	Profit on disposal of intangible assets	Exceptional items(a)	Depreciation and Amortization	impairment	EV	EBITDA	EV/EBITDA
1	City Football Group	GBP	-83,778	801	2,797	42,349		150,903		3,861,518	51,428	75.09
2	Chelsea	GBP	-153,422	2,517	1,001	27,940	41,996	192,181		2,352,941	56,433	41.69
3	Celtic	GBP	-12,601	1,109	201	9,435	333	14,315		147,130	5,416	27.17
4	Juventus Football Club	EUR	-209,885	2,085	11,197	30,832		216,978	11,595	446,635	16,581	26.94
5	Manchester United	GBP	-92,216	68,189	-12,899	7,381		139,357		2,245,461	156,520	14.35
6	Borussia Dortmund	EUR	-72,810	-342	1,059	16,242		111,043		569,811	70,376	8.10
7	AC Milan	GBP	-96,416	4,864	3,257			75,740	5,409	1,612,657	-37,801	-
8	BIRMINGHAM SPORT LTD	HKD	-111,829	-589	12,779	276,854		98,862	16,564	1,477,397	-265,521	-
9	OLYMPIQUE LYONNAISE GROUPE	EUR	-107,462	-2,435	13,439	45,214		78,529		-55,576	-25,754	-
32.22												

※数値はそれぞれの通貨で表示

日経バリューサーチにて国内の上場企業で、業種は「映画館・劇場」「テーマパーク・観光施設」の企業を抽出。2022年7月15日時点でEV/EBITDA倍率は39.59倍であった。比較的近い数字が出てきた。

一般的にEV/EBITDA倍率は8～10倍が適正とされるが、M&A66連勝の日本電産の買収基準として案件によっては7倍以下という基準を設けている（日本経済新聞，2019）。買収資金を何年で回収できるかの目安にする限り、ばらつきはあるが全体的に見て直近の欧州のトップチームは割高といえる。

逆の見方からいえば、欧州のトップチームは事業価値を高めてきたともいえる。傾向として現オーナーは10年以上も前にチームの株式を取得しているケースが多い。代表的なチームを以下参照されたい。評価基準期は現オーナーが買収した期である。

EV/EBITDA倍率の平均値は11.63倍であった。欧州トップチームの現オーナーは安い価格で株式を取得し順調に価値を積み上げてきていることがわかる。図表10の中で今年全株式を売却したのがChelseaである。

図表11はChelseaの投資成績である。投資期間は18.8年、IRR：16.32%，投資額144,646千ポンド（28,084,545千円）、売却額

2,500,000千ポンド（405,450,000千円）、利益額は377,365,455千円であった。一般的に、投資ファンドにおいて合格点とされるIRRは15%前後（巽，2022）であり、投資案件としては「成功」といえる。

ロシアのウクライナ侵攻により、英国政府はChelseaのオーナーであるロシアのオルガルヒ（新興財閥）の代表的人物であるロマン・アブラモビッチを経済制裁の対象にした。チームは2022年3月2日に公式声明としてロマン・アブラモビッチがチームの売却を決断したと発表した。2022年5月30日トッド・ベリー、クリアレイク・キャピタルが率いるコンソーシアムがChelseaの新オーナーになった。現状価値から将来価値が高いと判断し、買収したのだろうか。どういう投資基準で買収を決断したのは知るよしもないが、現状からさらに価値を高めるには困難であると推測される。投資の鉄則は安く買って高く売ることである。EV/EBITDA倍率が41.69倍であり現在価値は割高であることは間違いのない事実である。

第三項 PSR

プロサッカーチームの買収額を目安とする指標として、実務として最も重宝されている指標がPSR（Price Sales Ratio）である（飯塚、

図表10 2000年代前半から2010年代前半にかけての欧州トップチームのEV/EBITDA倍率

(単位:thousand)												
No.	チーム名(評価基準期)	通貨	(Loss)/profit for the year	Tax expense	Net finance (income) /costs	Profit on disposal of intangible assets	Exceptional items(a)	Depreciation and Amortization	impairment	EV	EBITDA	EV/EBITDA
1	Manchester United(2005)	GBP	6,540	4,224	-2,477	-556	7,286	30,213		847,912	50,703	16.72
2	Arsenal(2011)	GBP	12,633	2,143	14,208	6,256	-4,783	34,156		946,562	63,697	14.86
3	Manchester City(2008)	GBP	-32,648		10,228	6,966		28,414		120,629	10,405	11.59
4	Chelsea(2003)	GBP	-26,510		9,060	655		25,135		69,349	7,495	9.25
5	Liverpool(2010)	GBP	-19,935	55	17,625	22,836	7,775	43,694		173,251	30,172	5.74
												11.63

※ EBITDA は評価基準期から5期分の加重平均値

図表11 Chelseaの投資成績

(単位:£,000)

項目	2003年	2022年	倍数
時価総額	144,646	2,500,000	17.28
EV/EBITDA倍率	9.25	41.69	4.51
選手登録権	37,563	432,928	11.53
PBR	1.9	5.8	3.05

2022)。EV/EBITDA倍率を算出するには詳細な項目数字を入手しなければいけない。算出対象のチームは欧州トップチームで、自社のウェブサイトでは財務資料を詳細に公表しているチームに限定される。上場しているチームでさえ大半は財務資料を詳細開示していない。そんなクローズなプロサッカー市場の中、多数のチームの株式価値評価を行うのは非現実的な部分がある。

そのようなクローズな市場において、比較的開示が進んでいる数字（売上高）で算出できるシンプルな評価方法なのがPSRである。

プロサッカーチームの価値とはファンの数である。つまりスタジアムを満員にすることが株式価値向上に最も結びつくのである。所謂、チケットを売り切ることが一番重要なビジネスアクションなのである（岡本，2014）。スタジアムが満員になり、その醸し出す熱狂が根源的な

価値なのである（安田，2018）。

スタジアムが満員になってスポンサーがつき、放映権の価値が高まる。マーチャンダイズの価値も高まるだろう。その価値をそのままダイレクトに反映しているのが売上高になる。よってシンプルにプロサッカーチームの価値を評価するにあたり、売上高のマルチプルにて比較するのが現場でも一番重宝された指標なのである（飯塚，2022）。

上場しているプロサッカーチームのPSRの平均値（上下5%、異常値は除く）は1.84倍である。いずれも公表されている直近期（2021年※Silkeborg IF Investのみ2020年）決算数値を参考に算定した。

2021年決算期のChelseaのPSRは5.75倍。2022年6月に米国の投資ファンドが買収したACミランは6.57倍。2019年に米国の投資ファンド

図表 12 上場しているプロサッカーチームのPSR一覧

(単位:千円)				
No.	チーム名_評価決算期	時価総額	売上高	PSR(倍)
1	BIRMINGHAM SPORT LTD_2021	49,269,622	2,436,508	20.22
2	Fenerbahce Futbol_2021	29,312,967	6,015,714	4.87
3	Ruch Chorzow_2021	752,872	197,474	3.81
4	Manchester United_2021	275,139,905	75,937,383	3.62
5	Trabzonspor Sportif Yatirim Ve Futbol Isletmeciligi Ticaret_2021	10,920,000	3,137,596	3.48
6	Galatasaray Sportif Sinai Vericari Yatirimlar_2021	15,331,680	5,495,127	2.79
7	Besiktas Futbol Yatirimlari Sanayi Ve Ticaret_2021	11,783,117	4,669,060	2.52
8	AFC Ajax_2021	36,842,053	16,540,763	2.23
9	AGF Bearer and / or registered_2021	4,933,020	2,530,640	1.95
10	BALI BINTANG SEJAHTERA TBK_2021	2,941,176	1,596,089	1.84
11	Celtic_2021	15,961,993	9,341,006	1.71
12	Borussia Dortmund_2021	73,446,783	44,163,371	1.66
13	Juventus Football Club_2021	101,755,032	63,529,904	1.60
14	AS Roma_2021	36,901,516	25,164,469	1.47
15	Silkeborg IF Invest_2020	2,136,900	1,536,514	1.39
16	OLYMPIQUE LYONNAISE GROUPE_2021	17,235,127	15,616,318	1.10
17	Brondbyernes I. F. Fodbold_2021	4,828,734	5,104,580	0.95
18	Sport Lisboa e Benfica Futebol SAD_2021	9,574,847	12,426,817	0.77
19	Sporting Clube de Portugal Futebol SAD_2021	5,702,353	7,477,103	0.76
20	PARKEN Sport & Entertainment_2021	13,413,780	20,770,360	0.65
21	Aalborg Boldspilklub_2021	681,907	1,131,457	0.60
22	Society Sportive Lazio_2021	10,966,669	21,607,833	0.51
23	AIK Fotbal_2021	574,966	1,983,754	0.29
24	Futebol Clube do Porto SAD_2021	2,111,224	20,072,157	0.11
				1.84

※直近期で算出。為替レートは決算時に算出

図表 13 主な非上場プロサッカーチームのPSR一覧

(単位:千円)

No.	チーム名_評価決算期	時価総額	売上高	PSR(倍)
1	AC Milan_2021	225,838,286	34,395,999	6.57
2	City Football Group_2019	529,611,810	86,508,834	6.12
3	Chelsea_2021	384,207,500	66,831,050	5.75
4	City Football Group_2015	401,774,705	70,945,094	5.66
5	Manchester United_2005	157,685,102	30,516,321	5.17
6	Arsenal_2011	140,348,825	34,286,507	4.09
7	Manchester City_2008	45,133,865	17,212,328	2.62
8	Liverpool_2010	39,355,653	24,483,187	1.61
9	Chelsea_2003	28,084,545	21,344,785	1.32
10	FC東京_2021	2,340,490	4,588,000	0.51
11	鹿島アントラーズ_2019	2,577,922	7,330,000	0.35
				6.02
				2.96
				0.43

※為替レートは評価決算期にて算出

が一部株式を取得したCity Football Groupは6.12倍である。昨今の欧州5大リーグのトップチームの倍率は、その他のチームと比較して少なくとも約2倍以上高く評価されている。

そこで日本のJリーグに目を向けてみた。2022年2月1日にITサービス東証プライム上場企業のミクシィが第三者割当増資を引き受けたチーム、FC東京に関してはPSRが0.51倍、2019年にメルカリが鹿島アントラーズを買収した際のPSRは0.35倍である。

FC東京とChelseaではPSR10倍以上差が開いている。欧州トップチームとの圧倒的な差は明らかである。国内の低評価の要因は何であろうか。海外ほどM&Aが頻繁に起こっていないため、評価基準が定まっていないのか、売買事例が少ないため参考とする指標が少ないのか、1998年の横浜フリューゲルス消滅時にも判明した、プロサッカーチームの価値が低い、価値が高まっていないのか、そもそも株主自身が将来利益を獲得してエグジットすることを想定していないのか。様々な原因が想定されるが本論文では明確にすることは見送ることとする。

PSRはスタートアップ企業や赤字企業に使用するケースが多い。キャッシュ創造力を測

るEV/EBITDA倍率よりも評価しやすい部分がある。

M&A時に株式の評価額を売主と買主双方で決める上でディスカッションし易い指標といえる。最後に整理すると、上場チームの平均値は約2倍、欧州トップチームの現オーナーが株式を取得する約10年前は約3倍、直近は約6倍とPSRについて2倍価値を高めている。対して日本のJリーグチームは売上高の半分、約0.5倍の低評価であることがわかった。

第四項 選手登録権

プロサッカーチームの会計上の特徴として「選手登録権」がオンバランスされている。バランスシート (BS) 上に人的資源は計上されない。これは国際会計基準 (IFRS) や米国基準、日本の会計基準全てにおいて会計処理は行われていない (秋葉, 2021)。

「モノ」である設備に対してはオンバランスされているのに対して、「ヒト」についてはなぜオンバランスされないのであろうか。よく「ヒト」が一番大事な資産だと語る経営者に遭遇するが、会計上は資産として認識されていない。

そのような中で欧州の主なプロサッカーチー

ムのBSには「選手登録権」がオンバランスされている。対して日本のプロサッカーチームのBSには「選手登録権」はオンバランスされていない。

ただ、「選手登録権」とは他のクラブに所属する選手を登録し、利用できるための法的な「権利」であり、資産として「ヒト」自体が計上されているわけではない。取得した権利を、それに対する支出額を持って計上されているのである。

それらを踏まえ、選手登録権として財務諸表上公表している11チーム(16期分)を分析した。指標名をPPR (Per Player registration Ratio) とした。

$PPR = \text{時価総額} \div \text{選手登録権}$

直近期、世界で一番会計上価値のある選手登録権を保有しているチームはChelseaであった。株式価値の評価は選手登録権の5.77倍評価されている。

PPRの全体の平均値は7.61倍であった。欧州5大リーグのトップチームのPSRの平均値6.02に近い。選手登録権と売上高と相関性が高いこ

とがわかる。価値の高い選手を保有するチームは売上高が伸びる傾向にある。

次に、選手登録権+チーム人件費のマルチブルの検証を試みたが、人件費を詳細に内訳公表しているチームは11チーム中、わずか2チームにとどまったため、算出することは控えた。

第五項 PBR

最後にPBR = Price Book Ratio, 純資産の倍率の検証をおこなった。純資産とは資産から負債を控除した価値である。よく解散価値といわれるが、その表現はすぐわない。

まず取得コストを基準に計上されている簿価上の純資産で判断してはいけない。現状、換化可能な時価に引き直した上で算定する時価純資産を基準に判断しなくてはならない。現状の時価というのは事業継続前提とした評価である。いざ解散となった際には事業で不必要な資産の評価は当然下がるであろう。その上で再評価したのが解散価値といえるのである。

よくPBRの評価で時価総額がPBR1倍割れの際、解散価値を下回っているので、割安で取得

図表 14 PPR (Per Player registration Ratio) 一覧

(単位:千円)

No.	チーム名_評価決算期	時価総額	選手登録権	PPR(倍)
1	BIRMINGHAM SPORT LTD_2021	49,269,622	1,877,902	26.24
2	Arsenal_2011	140,348,825	7,471,260	18.79
3	Manchester United_2005	157,685,102	14,630,150	10.78
4	City Football Group_2015	401,774,705	37,366,229	10.75
5	AC Milan_2021	225,838,286	21,072,048	10.72
6	City Football Group_2019	529,611,810	63,325,558	8.36
7	Chelsea_2021	384,207,500	66,533,674	5.77
8	Celtic_2021	15,961,993	2,812,860	5.67
9	Manchester United_2021	275,139,905	50,406,026	5.46
10	Manchester City_2008	45,133,865	9,570,050	4.72
11	Chelsea_2003	28,084,545	7,293,232	3.85
12	Liverpool_2010	39,355,653	11,278,807	3.49
13	Borussia Dortmund_2021	73,446,783	25,432,750	2.89
14	Juventus Football Club_2021	101,755,032	57,033,049	1.78
15	AS Roma_2021	36,901,516	24,873,061	1.48
16	OLYMPIQUE LYONNAISE GROUPE_2021	17,235,127	18,021,594	0.96
				7.61

※為替レートは評価決算期にて算出

できる、という表現をよく目にする。厳密にはそれはそぐわない。簿価上で判断しているケース、解散コストを加味していない上で純資産価値を評価しているケースが多いのでその点気をつけなければいけない。

M&Aの取引において会計上のルールとして、

純資産を基準としている。買主側は買収額が純資産以上の価値部分をのれん（Good will）として計上する。純資産以下の価値部分を負のれんとして計上する。その点ではPBRを参考指標として活用する意義は大きい。

では純粋な株式価値を評価する上でどうだろ

図表 15 上場しているプロサッカーチームのPBR

(単位:千円)

No.	チーム名_評価決算期	時価総額	純資産	PBR(倍)
1	Society Sportive Lazio_2021	10,966,669	360,791	30.4
2	Juventus Football Club_2021	101,755,032	3,758,418	27.1
3	BIRMINGHAM SPORT LTD_2021	49,269,622	4,500,475	10.9
4	BALI BINTANG SEJAHTERA TBK_2021	29,411,760	5,621,102	5.2
5	Manchester United_2021	275,139,905	57,855,502	4.8
6	AGF Bearer and / or registered_2021	4,933,020	1,648,075	3.0
7	Borussia Dortmund_2021	73,446,783	30,744,841	2.4
8	Celtic_2021	15,961,993	10,593,523	1.5
9	AFC Ajax_2021	36,842,053	29,332,865	1.3
10	Brøndbyernes I. F. Fotbold_2021	4,828,734	4,216,383	1.1
11	OLYMPIQUE LYONNAISE GROUPE_2021	17,235,127	16,099,488	1.1
12	PARKEN Sport & Entertainment_2021	13,413,780	13,202,380	1.0
13	AIK Fotbal_2021	574,966	822,092	0.7
14	Silkeborg IF Invest_2020	2,136,900	4,099,207	0.5
15	Sport Lisboa e Benfica Futebol SAD_2021	9,574,847	18,984,497	0.5
16	Aalborg Boldspilklub_2021	681,907	1,364,683	0.5
17	Ruch Chorzow_2021	752,872	-288,580	-
18	Trabzonspor Sportif Yatirim Ve Futbol Isletmeciligi Ticaret_2021	10,920,000	-5,340,317	-
19	Sporting Clube de Portugal Futebol SAD_2021	5,702,353	-5,472,927	-
20	Galatasaray Sportif Sinai Vericari Yatirimlar_2021	15,331,680	-6,594,046	-
21	Fenerbahce Futbol_2021	29,312,967	-8,814,624	-
22	Besiktas Futbol Yatirimlari Sanayi Ve Ticaret_2021	11,783,117	-14,784,885	-
23	Futebol Clube do Porto SAD_2021	2,111,224	-15,636,935	-
24	AS Roma_2021	36,901,516	-36,111,381	-
				5.8

図表 16 非上場のプロサッカーチームのPBR

(単位:千円)

No.	チーム名_評価決算期	時価総額	純資産	PBR
1	AC Milan_2021	225,838,286	8,865,244	25.5
2	Manchester City_2008	45,133,865	5,130,338	8.8
3	Chelsea_2021	384,207,500	61,579,088	6.2
4	City Football Group_2019	529,611,810	107,423,931	4.9
5	Manchester United_2005	157,685,102	35,113,059	4.5
6	Arsenal_2011	140,348,825	35,930,890	3.9
7	City Football Group_2015	401,774,705	133,841,920	3.0
8	Chelsea_2003	28,084,545	10,681,324	2.6
9	Liverpool_2010	39,355,653	-782,222	-
				9.9
				5.0

うか。プロサッカーチームとして利益を留保、分配するのではなく、利益を選手に投資するという力学が働きやすい。そんな状況で純資産を基準に株式価値の評価を比較するのはそぐわない。実際、債務超過のチームが多数存在しえるところからも比較検討に疑義がつく。

24チーム中債務超過が8チームであり、その8チーム中トルコのチームが半分の4チームであった。PBR1倍割れのチームは全て欧州5大リーグ以外チームであった。PBR1倍を超えていたのは全チームの半分であり体力のある欧州5大リーグがほぼ占めている。

PSRと同様に欧州トップチームは現オーナーが株式を取得する約10年前のPBRから直近のPBRは2倍高まっている。平均値5.0倍から9.9倍に高めている。インプット（純資産）とアウトプットが並行的に価値を高めている点は特筆すべき点である。

第3章 結論

本論文の目的はプロサッカーチームの株式価値の評価基準を明確にすることであった。本論文としては評価方法をインカムアプローチ、マーケットアプローチの2つを考察した。プロサッカーチームの収益は不確実性が高く将来のキャッシュフローを予測することは非常に困難である。事業計画を公表しているチームは皆無。資本コストを見積もることも困難なことからインカムアプローチから評価するには適切で

はないと判断した。対してマーケットアプローチは公表されている数字の範囲内で比較可能なことから評価に適していると判断した。マーケットアプローチの中でも特に評価が適しているのはPSR（非上場）だと判断した。以下、各評価指標と時価総額の相関関係である。PSR（非上場）が最も高い数値を示した。

PSRの中でも上場と非上場で全く異なる数字が示された。市場の評価と実際に現場で取引されている株式価値に相違があることがわかった。

PSRの利点は財務情報がクローズな市場の中でデータが取りやすいこと。その上で多数の事例で比較されやすくデータの精度の質が担保できる。

プロサッカーチームの価値とはファンの数である。それがダイレクトに反映してくる数値が売上高である。その売上高を基準として価値を評価するのはシンプルだが本質をついている。

ただ、PSRだけで単純に投資判断ができるかどうかは疑問である。投資の本質は投資額をどれほど回収できるかが全てである。それは伝統的な手法であるEV/EBITDA倍率にて検証すべきである。EV/EBITDA倍率も相関係数で高い数字を示している。EV/EBITDA倍率を評価する上で必要な数字を公表しているチームはPSRと共に評価すべき手法である。

25億ポンド（約4,038億円）。サッカー、イングランドプレミアリーグのチェルシーフットボールクラブの株式価値である。約23.4億円。こちらはサッカー、JリーグのFC東京の株式

図表 17 評価指標と時価総額の相関関係

評価指標	相関係数
EV/EBITDA倍率(2019年～2021年)	0.77
EV/EBITDA倍率(2003年～2011年)	0.77
PSR(上場)	0.17
PSR(非上場)	0.85
選手登録権	0.14
PBR(上場)	0.17
PBR(非上場)	-0.05

図表 18 2021年のChelseaとFC東京のPSR比較

評価指標	Chelsea	FC東京	平均
PSR(非上場)	5.75	0.51	3.62

価値である。チェルシーはFC東京の約173倍の株式価値になる。チェルシーの評価が高すぎるのか、FC東京が安すぎるのか。本論文でプロサッカーチームの株式価値の評価の基準を論じてきた。基準を明確にするのが本論文の目的であった。

図表18から投資判断として、チェルシーは高すぎて、FC東京は安すぎるといえる。

しかし、この先の成長性については疑問符が残る。チェルシーが高すぎてもこの先現状よりも急激な成長を遂げると予想できれば投資のゴーサインが出る。逆にFC東京はこの先も成長性が低いと判断すれば割安とはいえ、投資見送りとなるだろう。

投資全般的な課題というか、永遠のテーマで

謝 辞

はじめに指導教官である鯖田豊則教授に感謝申し上げます。このような執筆の機会を与えて頂きありがとうございます。お声がけ頂いてから約2ヶ月という短期間で書き上げることができたのも、教授の親身なご指導のお陰であった。

博士後期課程に入学間もないこの時期にアウトプットの機会を頂けたことは自身の研究にとって最高のスタートとなった。小さな成功体験を積むことができ、自信を深めることが出来たこと、論文を執筆する流れが掴めたことは非常に大きい出来事であった。

また、研究テーマについて基準を持てたことが何よりの収穫であった。お陰様で今後の研究においてより深い探究が出来ることが期待できる。

途中、慢性的な病気の手術により入院するハプニングがあったが、病室の中で思考を深め執筆の流れがより加速できたことは非常に意義が

ある将来のフリーキャッシュフローを予測し現在価値を割り引いたその総和の額で高いか安いかに判断する。つまり、将来の予測をいかに精度を高く数値化するのが課題である。本論文でもインカムアプローチのDCF法も検証したが、難易度が高すぎるがゆえに評価方法としては妥当でないと結論づけた。

それらの課題とあわせて今後、プロサッカー市場がより活性化するために、それはオーナーシップの活性化である。それにはプロサッカーチームの株式価値の評価基準を明確にしなければならない。本論文はその一助になればと願ってやまないし、今後もより精度の高い基準を求めて研究を続けていくことを誓い終わりとさせていただきます。

深く感慨深いものであった。非常に大きい経験をさせて頂いた。

今回のテーマはプロサッカーチームの株式価値評価である。今年の大きな出来事である。間違いなくロシアによるウクライナ侵攻である。政治的なことがスポーツにも大きな影響を与えたこと、このテーマを書くモチベーションとして代表的なチームであるChelsea FCを取り上げた。スポーツの価値、サッカーの価値について改めて気づきを与えてくれた。入学後、東京国際大学サッカー部が関東大学リーグ1部で破竹の勢いで快進撃を続けていたのも励みになった。本論文が寄稿されるにあたり、何か感じてくれる学生が一人でもいることが何よりの喜びになるだろう。

陰ながら東京国際大学のスポーツを盛り上げていく一助になればと思っている。ありがとうございました。

参考文献

【論文】

- ・ J. Dalsø & C.F. Jensen (2020) 『Valuation of Football Clubs』 Copenhagen Business School.
- ・ S.H. Schokker (2016) 『The Valuation of Football Clubs: Empirical Evidence from Professional English Football Clubs』 Copenhagen University.
- ・ Marc Rohde & Christoph Breuer (2017) 『The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football』 European Sport Management Quarterly.
- ・ Morrow, S. (2003) 『The people’s game? Football, finance and society』 Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- ・ Walters, G., & Hamil, S. (2010) 『Ownership and governance. In S. Hamil & S. Chadwick (Eds.), Managing football – an international perspective (1st ed., pp. 17-36)』 Amsterdam: Elsevier.
- ・ Aglietta, M., Andreff, W., & Drut, B. (2010) 『Floating European football clubs in the stock market (EconomiX Working Papers No. 2010-24)』 University of Paris West-Nanterre la Défense.
- ・ Benkraiem, R., Le Roy, F., & Louhichi, W. (2011) 『Sporting performances and the volatility of listed football clubs』 International Journal of Sport Finance, 6 (4) , 283-297.
- ・ Rohde, M., & Breuer, C. (2016) 『The financial impact of (foreign) private investors on team investments and profits in professional football: Empirical evidence from the premier league』 Applied Economics and Finance, 3 (2), 243-255.
- ・ 岡本教孝 (2014) 『プロスポーツクラブの価値向上に関する考察～日本プロサッカーリーグ (Jリーグ) の現状分析をふまえて～』 早稲田大学ビジネススクール.

【annual report】

- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2021
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2020

- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2019
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2018
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2017
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2003
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2002
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2001
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 2000
- ・ CHELSEA FC PLC ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 30 JUNE 1999
- ・ Manchester United Plc 2021 Annual Report
- ・ Manchester United Plc 2020 Annual Report
- ・ Manchester United Plc 2019 Annual Report
- ・ Manchester United Plc 2018 Annual Report
- ・ Manchester United Plc 2017 Annual Report
- ・ MANCHESTER UNITED PLC REPORT & ACCOUNTS 2005
- ・ MANCHESTER UNITED PLC REPORT & ACCOUNTS 2004
- ・ MANCHESTER UNITED PLC REPORT & ACCOUNTS 2003
- ・ MANCHESTER UNITED PLC REPORT & ACCOUNTS 2002
- ・ MANCHESTER UNITED PLC REPORT & ACCOUNTS 2001
- ・ City Football Group Limited Annual Report and Financial Statements For the year ended 30 June 2019
- ・ City Football Group Limited Annual Report and Financial Statements For the year ended 30 June 2018
- ・ City Football Group Limited Annual Report and Financial Statements For the year ended 30

- June 2017
- City Football Group Limited Annual Report and Financial Statements For the year ended 30 June 2016
- City Football Group Limited Annual Report and Financial Statements For the year ended 30 June 2015
- Manchester City PLC Report & Accounts 2008
- Manchester City PLC Report & Accounts 2007
- Manchester City PLC Report & Accounts 2006
- Manchester City PLC Report & Accounts 2005
- Manchester City PLC Report & Accounts 2004
- ARSENAL HOLDINGS PLC STATEMENT OF ACCOUNTS AND ANNUAL REPORT 2010/11
- ARSENAL HOLDINGS PLC STATEMENT OF ACCOUNTS AND ANNUAL REPORT 2009/10
- ARSENAL HOLDINGS PLC STATEMENT OF ACCOUNTS AND ANNUAL REPORT 2008/09
- ARSENAL HOLDINGS PLC STATEMENT OF ACCOUNTS AND ANNUAL REPORT 2007/08
- ARSENAL HOLDINGS PLC STATEMENT OF ACCOUNTS AND ANNUAL REPORT 2006/07
- BIRMINGHAM SPORTS HOLDINGS LIMITED ANNUAL REPORT 2021
- BIRMINGHAM SPORTS HOLDINGS LIMITED ANNUAL REPORT 2020
- BIRMINGHAM SPORTS HOLDINGS LIMITED ANNUAL REPORT 2019
- BIRMINGHAM SPORTS HOLDINGS LIMITED ANNUAL REPORT 2018
- BIRMINGHAM SPORTS HOLDINGS LIMITED ANNUAL REPORT 2017
- The Liverpool Football Club and Athletic Grounds Limited Directors' report and financial statements Year ended 31 July 2010
- The Liverpool Football Club and Athletic Grounds Limited Directors' report and financial statements Year ended 31 July 2009
- The Liverpool Football Club and Athletic Grounds Limited Directors' report and financial statements Year ended 31 July 2008
- The Liverpool Football Club and Athletic Grounds Limited Directors' report and financial statements Year ended 31 July 2007
- The Liverpool Football Club and Athletic Grounds Limited Directors' report and financial statements Year ended 31 July 2006
- CELTIC PLC ANNUAL REPORT YEAR ENDED 30 JUNE 2021
- CELTIC PLC ANNUAL REPORT YEAR ENDED 30 JUNE 2020
- CELTIC PLC ANNUAL REPORT YEAR ENDED 30 JUNE 2019
- CELTIC PLC ANNUAL REPORT YEAR ENDED 30 JUNE 2018
- CELTIC PLC ANNUAL REPORT YEAR ENDED 30 JUNE 2017
- AC MILAN Financial Statements and Reports 2020/2021
- AC MILAN Financial Statements and Reports 2019/2020
- AC MILAN Financial Statements and Reports 2018/2019
- AC MILAN Financial Statements and Reports 2017/2018
- JUVENTUS Annual financial report at 30 June 2021
- JUVENTUS Annual financial report at 30 June 2020
- JUVENTUS Annual financial report at 30 June 2019
- JUVENTUS Annual financial report at 30 June 2018
- JUVENTUS Annual financial report at 30 June 2017
- AS · ROMA ANNUAL FINANCIAL REPORT FOR THE FINANCIAL YEAR ENDED AS AT 30 JUNE 2021
- AS · ROMA ANNUAL FINANCIAL REPORT FOR THE FINANCIAL YEAR ENDED AS AT 30 JUNE 2020
- Borussia Dortmund ANNUAL REPORT 2020/2021
- Borussia Dortmund ANNUAL REPORT 2019/2020
- Borussia Dortmund ANNUAL REPORT 2018/2019
- Borussia Dortmund ANNUAL REPORT 2017/2018
- Borussia Dortmund ANNUAL REPORT 2016/2017
- OLYMPIQUE LYONNAIS UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT 2020/21
- OLYMPIQUE LYONNAIS UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT 2019/20
- OLYMPIQUE LYONNAIS UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT 2018/19
- OLYMPIQUE LYONNAIS UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT 2017/18
- OLYMPIQUE LYONNAIS UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT 2016/17

【文献】

- ・ KPMG (2022) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』
- ・ KPMG (2021) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』
- ・ KPMG (2020) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』
- ・ KPMG (2019) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』
- ・ KPMG (2018) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』
- ・ KPMG (2017) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』
- ・ KPMG (2016) 『Football Clubs' Valuation The European Elite』

【書籍】

- ・ 石野雄一 (2021) 『実況！ビジネス力養成講義 ファイナンス』 日本経済新聞出版
- ・ PwC アドバイザリー (2018) 『ビジネスデューデリジェンスの実務 第4版』 中央経済社
- ・ 安田秀一 (2020) 『スポーツ立国論—日本人だけが知らない「経済、人材、健康」すべてを強くする戦略』 東洋経済新報社

- ・ 秋葉賢一 (2021) 『報酬にみる会計問題』 日本公認会計士協会出版局
- ・ 西崎信男 (2021) 『スポーツファイナンス入門—プロ野球とプロサッカーの経営学—』 税務経理協会

【セミナー】

- 山田塾定例勉強会 『クラブの企業価値を評価する』 (2022) 山田塾 (大人のスポーツファイナンスゼミ)

【ウェブサイト】

- ・ Trading View <https://jp.tradingview.com/>
- ・ Yahoo! Finance <https://finance.yahoo.com/>
- ・ THE WALL STREET JOURNAL <https://www.wsj.com/>
- ・ REUTERS <https://www.reuters.com/>
- ・ FC東京 <https://www.fctokyo.co.jp/>
- ・ 鹿島アントラーズ <https://www.antlers.co.jp/>
- ・ メルカリ <https://about.mercari.com/>
- ・ ミクシイ <https://mixi.co.jp/>
- ・ Jリーグ <https://jleague.co.jp/>
- ・ M&A Online <https://maonline.jp/>

○東京国際大学大学院紀要編集及び刊行に関する規程

2016年9月30日制定

(目的)

第1条 この規程は、東京国際大学（以下、「本学」という）大学院における教育研究を助長し、学術的な教授研究の成果を学会及び広く社会に公表する手段として刊行する学術雑誌（以下、「大学院紀要」という）の編集・刊行に関する事項及びその他関連事項を定めることを目的とする。

(名称)

第2条 本学が編集・刊行する大学院紀要は、次の2編とする。

(1)『人文・社会科学研究—東京国際大学大学院』（英語名称：The Graduate School Bulletin of Social Sciences and Humanities, Tokyo International University）

(2)『臨床心理学研究—東京国際大学大学院臨床心理学研究科』（英語名称：The Graduate School Bulletin of Clinical Psychology, Tokyo International University）

(編集・刊行組織)

第3条 大学院紀要の編集及び刊行は、本学FD委員会（以下、「委員会」という）の責任において行う。

2 委員会の下FD委員及び研究科長により構成される「大学院紀要編集会議」（以下、「編集会議」という）を置き、委員長の指示により編集及び刊行の実務を担当せしめる。

3 「大学院紀要編集会議」の責任者は、FD委員の中から委員長が推薦し学長が指名するものとし、本規程における委員長の職務を都度委嘱することができる。

(掲載する学術的な教授研究成果の種類)

第4条 大学院紀要に掲載する学術的な教授研究の成果は、学術論文、研究ノート及びその他学術研究の成果と委員長が編集会議の意見を徴し判断したもの（以下、「大学院紀要掲載論文等」という）とする。

(査読制度等)

第5条 大学院紀要掲載論文等のうち「学術論文」については、査読制度により掲載の可否を判定するものとする。

2 学術論文の査読は、委員長の囑託する査読審査委員が行う。

3 委員長は、査読審査委員の中の主査から提出された委員長宛て査読審査結果報告及び各査読審査委員の報告書に基づき、編集会議の意見を徴し掲載の可否を判定する。

(査読制度の非適用)

第6条 学術論文を除く大学院紀要掲載論文等については、前条の査読制度は適用しない。但し、編集会議は、大学院紀要掲載論文等の形式等につき、著者に修正を指示することができるものとし、当該指示に正当な理由なく著者が従わない場合、掲載を認めないことがある。

(寄稿資格)

第7条 大学院紀要への寄稿資格を有する者は、次の各号に定める者とする。

(1) 本学大学院研究科に所属する学生

(2) 本学大学院研究科修了後3年以内の者

(3) 前各号の他、編集会議の意見を徴し委員長が適当と認めたる者

(大学院紀要掲載論文等の形式等)

第8条 大学院紀要掲載論文等の形式、提出方法等に係る詳細は、別に定める「東京国際大学大学院紀要掲載論文等執筆・提出要領」（以下、「要領」という）による。

- 2 大学院紀要掲載論文等の形式等は、原則として APA (American Psychological Association) 方式とするが、当該論文等の分野において確立した標準の書式・形式等がある場合には、それに従うことも可とする。
- 3 大学院紀要掲載論文等の原稿は、著者の責任において作成された完成原稿とし、形式が整っていない原稿若しくは完成原稿とみなし得ない原稿は、受理しない。
- 4 大学院紀要掲載論文等の掲載原稿の校正等は、著者の最終責任においてこれを行う。

(使用言語)

第 9 条 大学院紀要掲載論文等の執筆に使用する言語は、日本語又は英語とする。

(発行の形態)

第 10 条 大学院紀要の発行の形態は PDF 等の電子媒体とし、本学ホームページ等において公表する。

- 2 刊行された大学院紀要は、「国立情報学研究所 (NII : National Institute of Informatics) が運営する学術論文や図書・雑誌等の学術情報データベース」CiNii での公開、国立国会図書館の NDL-OPAC への取載、海外における同様な方法での公表等により、適切に周知するものとする。

(発行者)

第 11 条 大学院紀要の発行者は、東京国際大学学長とする。

(発行時期等)

第 12 条 大学院紀要の刊行は、各編とも原則として毎年度 1 回とし、編集会議において発行予定期日、原稿締切日等を設定する。

(転 載)

第 13 条 大学院紀要に掲載された大学院紀要掲載論文等を執筆者が他所に転載する場合には、委員長の了解を得るとともに、初出が大学院紀要であることを明示しなければならない。

(改 廃)

第 14 条 この規程の改廃は、常務会の議を経て理事長が行う。

附 則：

1. この規程は、2016 年 9 月 30 日より施行する。
2. この規程の施行に伴い、以下に記載する「東京国際大学大学院研究科紀要刊行に関する規程」は廃止する。
 - (1) 「商学研究—東京国際大学大学院商学研究科」刊行に関する規程
 - (2) 「国際関係学研究—東京国際大学大学院国際関係学研究科」刊行に関する規程
 - (3) 「応用社会学研究—東京国際大学大学院社会学研究科」刊行に関する規程
 - (4) 「経済研究—東京国際大学大学院経済学研究科」刊行に関する規程
 - (5) 「臨床心理学研究—東京国際大学大学院臨床心理学研究科」刊行に関する規程

執筆者紹介

岡本 教孝 商学研究科博士課程（後期） 2022年度在籍 会計学

人文・社会科学研究 東京国際大学大学院 第7号

2022（令和4）年9月20日発行
〔非売品〕

編集者	東京国際大学大学院 人文・社会科学研究紀要編集委員
発行者	浅野善治
発行所	〒350-1197 埼玉県川越市の場北1-13-1 TEL (049) 232-1111
印刷所	株式会社東京プレス 〒161-0033 東京都新宿区下落合3-12-18 3F

BULLETIN OF SOCIAL SCIENCES AND HUMANITIES

Graduate School

TOKYO INTERNATIONAL UNIVERSITY

No.7

Articles

Valuation of Soccer TeamsNoritaka Okamoto
