

# スタートアップの資金調達と知的財産権の役割

会員・日本貿易振興機構 イノベーション・知的財産部 渡辺 浩司

日本貿易振興機構 ニューデリー事務所・知的財産権部 部長 武井 健浩

## 要 約

スタートアップが事業を成功に導く上で極めて重要な経営課題である資金調達において、知的財産権が果たす役割を検討しつつ、90年代にIT系スタートアップとして知られていたAmazon.com（登録商標）の、過去及び現在の知財戦略と、その資金調達・経営指標との関連性について概観することにより、スタートアップ企業の知財戦略のあり方について論じる。

## 目次

1. 序
2. 世界各国におけるスタートアップの出口戦略と資金調達の形態
3. 知財担保融資と有形固定資産
4. Amazon.comの経営戦略と知的財産権
  - (1) キャッシュフローとAmazon.comの経営戦略
  - (2) Amazon.comの近年の事業展開と知財動向
5. 考察
6. 謝辞

## 1. 序

スタートアップにとって、資金調達の成功は、事業を成功に導く上での極めて重要な経営課題となっている。資金調達は、売上を増大させ、経費を削減した結果、自社内で生じる内部留保によるもの（内部金融）と、自社の外部から新たに資金を調達するもの（外部金融）があり、後者の外部金融については、借入を行い、負債を増大させる形式の資金調達を意味するデット・ファイナンスと、新株を発行して自己資本・株主資本を増大させる形式の資金調達を意味するエクイティ・ファイナンスに大きく分類される<sup>(1),(2)</sup>。

ここで、デット・ファイナンスとしては、一般に、金融機関からの融資や、コマーシャルペーパー（CP）や社債の発行の形態をとるものがあり、エクイティ・ファイナンスについては、時価発行増資、株主割当増資、第三者割当増資、転換社債型新株予約権付社債（CB）発行等が知られている。デット・ファイナンス

による資金調達と、エクイティ・ファイナンスによる資金調達の大きな違いは、デット・ファイナンスにより調達した資金は、貸借対照表（BS）上の負債の部に計上され、資金調達により株主資本比率の低下を招き、利払いと返済の必要が生じる一方で、エクイティ・ファイナンスにより調達した資金は、貸借対照表上の株主資本の部に計上され、株主資本比率を上昇させて、自社の財務体質を強化する役割があり、場合により配当の支払いは必要であるものの、返済の必要はない点が挙げられる。エクイティ・ファイナンスの場合、通常、1株当たりの株式価値の希釈化が生じうる。

資金調達コストという面から、デット・ファイナンスとエクイティ・ファイナンスとを比較する場合、最適資本構成に関するトレードオフ理論やペッキングオーダー理論によれば、支払利息を損金として扱う等、税務上の観点から、デット・ファイナンスの方が、資金調達コストが低く、かつ、事業の進展とともに、不確実性や、債権者と債務者の間の情報の非対称性といった障壁が軽減され、さらに低下していくことが指摘されている。これにより、スタートアップは、創業後にデット・ファイナンスの比率を高めていく、と指摘されているが、こういったデット・ファイナンスは、（有形）固定資産の比率が高いスタートアップや、成長性の高いスタートアップほど、実施が容易であると指摘されている<sup>(1)</sup>。

スタートアップの資金調達について、デット・ファイナンスに着目する場合、近年、特に、米国、欧州を含む先進国において、知的財産権の価値に注目した知

的財産担保融資が有望視されている<sup>(3),(4),(5)</sup>。しかしながら、無形固定資産である知的財産権に特有の問題として、知的財産権は換価処分が難しく、多くの場合、譲渡担保により担保権設定を行わなければならない性質と、知的財産権そのものは、実施権を設定した場合を除き、キャッシュフローを生み出さない性質により、知的財産権単独での担保権設定と融資には困難が伴うと指摘されている。このため、多くの場合、有形固定資産としての製造設備等への担保権設定を伴う形で知的財産権に担保権設定が行われ、融資が実行されている実態がある<sup>(3),(4)</sup>。

これは、特に、有形固定資産を多く保有していない、SaaS系等のIT系スタートアップやサービス系スタートアップにとって、知的財産権を担保とした融資が困難となることを意味しているが、一方で、近年、そのような有形固定資産を多く保有しないスタートアップの資金調達においても、知的財産権がスタートアップの収益性を改善し、資金調達に有効に作用することが一部で指摘又は示唆されている<sup>(4),(6)</sup>。

本稿では、知的財産担保融資の基本的な考え方に着目しつつ、特に、有形固定資産を多く保有しないスタートアップの資金調達に対しても適用可能な、資金調達における知的財産権の役割について論じることとする。

## 2. 世界各国におけるスタートアップの出口戦略と資金調達の形態

スタートアップの出口戦略としては、通常、M&A等の事業売却／企業売却と、証券市場への株式上場(IPO)が知られており、いずれの手法を採用しても創業者は大きな利益を得て初期投資を回収することができると言われている。図2-1は、主要国におけるM&AとIPOの比率を示しているが、この図からわかるように、特に、新興国ではM&Aの割合が極めて高く、日本や欧州ではIPOの割合が高くなる傾向にある<sup>(7)</sup>。

スタートアップの出口戦略における国ごとの違いは、さまざまな要因が多面的に作用した結果であるとは考えられるが、新興国では、新興企業向けの証券市場が未整備であることが第一の要因として挙げられる。また、資金調達の面から考慮すれば、これらの新興国では、金融機関からのスタートアップへの融資が通常行われていないことに加え、ベンチャーキャピタ

ルやエンジェル投資家等が少ない状況下、スタートアップは資金調達をごく少数の投資家に依存せざるを得なく、その投資家の意向の影響を受けて、出口戦略としてより大きな利益が期待できるM&Aを選択することが圧倒的に多くなっているとも考えられる<sup>(7)</sup>。一方、日本や欧州等について、資金調達という面から検討すると、中央銀行の緩和策の影響等で資金調達コストが低下しているほか、信用保証協会、政府系金融機関によるスタートアップへの信用保証、融資等も行われており<sup>(3),(5)</sup>、ごく少数の投資家に依存しなくても事業規模を拡大できることが、株式上場の比率を高める要因として作用しているものと考えられる。特に日本の場合、信用金庫等の地方金融機関の数が極めて多く、これらの地方金融機関が地域の中小企業(スタートアップも含む)に対して積極的に融資を行っていると言われており、中小企業の業態には拠るものの、このような地方金融機関からの間接金融(金融機関からの投資・融資)の厚さが、中小企業の直接金融(投資家からの出資)に対する依存度を低下させやすい要因として作用しているものと考えられる(図2-2)<sup>(8)</sup>。

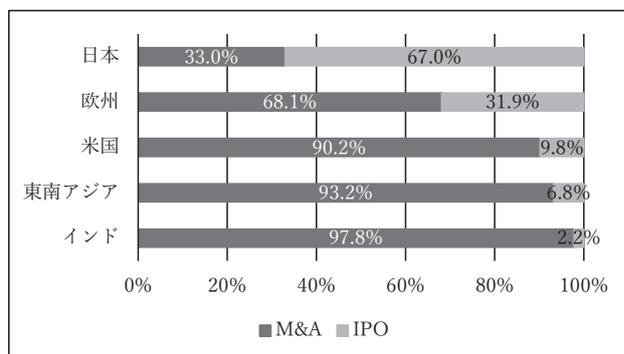


図2-1 地域別のスタートアップにおけるエグジットの傾向  
伊尾木智子, 「アジア発スタートアップに開かれる, 東証マザーズIPOへの道」(2020) からデータを編集して引用

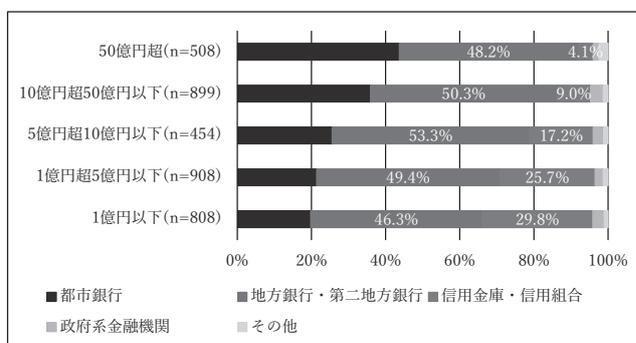


図2-2 日本企業の売上規模別のメインバンクの業態

中小企業庁, みずほ総合研究所株式会社, 「中小企業の資金調達に関する調査」(2015) からデータを編集して引用

### 3. 知財担保融資と有形固定資産

このように、特に、日本や欧州においては、金融機関からのスタートアップへの融資が比較的積極的に行われている模様であり、その際に、知的財産担保融資という形で、知的財産権が一定の役割を果たすことが期待される。また、知的財産担保融資は、米国等でも有望視されている、と言われている。

ところで、民法の枠組みの下では、担保権も含めた物権は、法律に根拠がない限りその設定が認められないと言われており（物権法定主義、民法第175条）、日本国の知的財産権関連法の下では、典型担保権については、質権のみが認められ（特許法第98条第1項第3号等）、抵当権の設定は明文の規定がなく認められていない。ここで、知的財産権に質権や、慣習法上認められる、非典型担保権としての譲渡担保を設定した場合、債務不履行に対する担保権の実行の際、裁判所による換価処分としての競売を利用できないほか、日本では知的財産権の取引市場も未発達であるため、債権者は独自に知的財産権の譲受人を探さなければならず、多くの民間金融機関にとって、知的財産権単独での担保権設定による融資は、資金の回収に相応の負担を伴うものと推定される。

また、仮に、債権者たる金融機関が、知的財産権単独での譲渡に成功するとしても、事前に実施権が設定されている場合を除き、通常、知的財産権単独ではキャッシュフローを生み出さないため、知的財産権を利用して譲受人が利益を得るためには新たに設備投資を行わなければならない、債権者による知的財産権の売却にあたっては、当該設備投資に必要な資金を（インカムアプローチで算出される）知的財産権の価格から控除する必要もあるものと言われている<sup>(3)</sup>。

これに対して、知的財産権と併せて、有形固定資産たる製造設備（土地、建物、工作機械等）にも担保権を設定する場合、不動産の場合は、通常、抵当権の設定ができるため、競売の利用も可能となるとともに、製造設備を譲り受けた第三者による事業実施を確保するため、当該第三者が関連する知的財産権を、製造設備と合わせて譲り受けることが予測されるので、知的財産権の売却とそれに伴う資金の回収も容易となることが予測される。

このような事情から、そもそも、有形固定資産を多く保有していない、SaaS系等のIT系スタートアップや、サービス系スタートアップの場合、知的財産権

を担保とした融資が困難であるとも指摘されており<sup>(4)</sup>、これが、こういったIT系スタートアップやサービス系スタートアップが、一般に、知的財産権の取得に積極的ではないことの背景にあるものと推測される。

一方、英国における統計ではあるが、英国知的財産権庁と、英国ビジネスバンクの報告によれば、一般に金融機関からの融資に着目した場合、知的財産権を保有している企業への融資の場合は、債務不履行が生じる割合が低いことが指摘されており（図3-1）<sup>(4)</sup>、これは、有形固定資産を多く保有していない企業においても同様に認められる、と報告されている。このため、IT系スタートアップやサービス系スタートアップも含めたスタートアップの資金調達において、知的財産権が一定の役割を果たしていることが推定される。

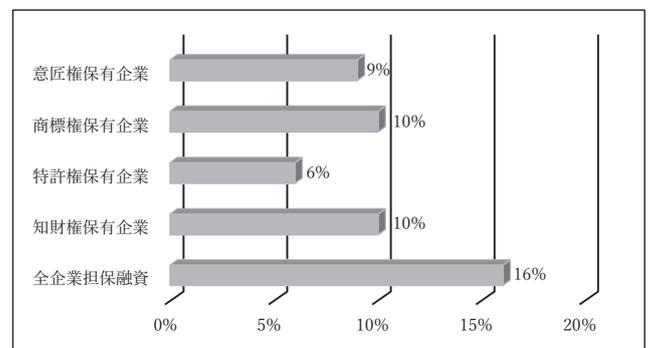


図3-1 知的財産権保有状況の違いによる、英国企業への融資に伴う債務不履行の割合の違い

Intellectual Property Office, British Business Bank, “Using Intellectual Property To Access Growth Funding” (2018) からデータを編集・翻訳して引用

なお、特許庁の調査報告によれば、知的財産権を保有／利用している中小企業では、（総資産回転率は低下するものの）売上高営業利益率と総資産営業利益率（Return On Asset : ROA）が改善する傾向にあることが指摘されている（図3-2）<sup>(6)</sup>。これは、知的財産権が独占権としての性質を有するため、競合他社が自社製品と完全に同一の商品を上市することを阻止する機能があり、価格競争を回避できる結果、価格を高めに設定でき、利幅を一定以上に維持できるためであると推察される。このような、知的財産権の独占権としての性質は、中小企業の経営状態の改善に一定程度寄与し、融資を受けた際の債務不履行の回避等に寄与しているとも考えられる。

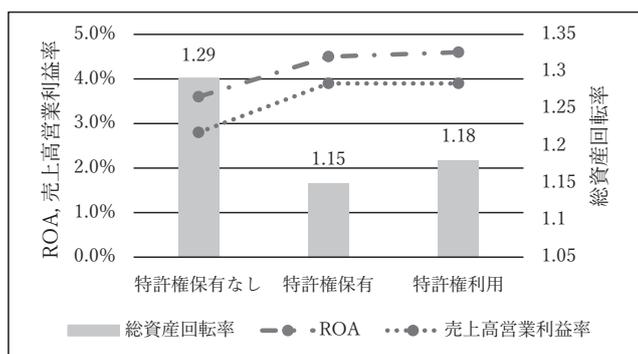


図3-2 日本の中小企業における、知的財産権の保有/活用状況の違いによる、各種経営指標の違い (2015年から2017年までの3年平均)

特許庁, 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社, 「平成30年度中小企業等知財支援施策検討分析事業『中小企業の知的財産活動に関する基本調査』報告書(2019)」からデータを抜粋・編集して引用

#### 4. Amazon.comの経営戦略と知的財産権

では、特にIT系企業において、果たして知的財産権はどのような役割を果たしているのでしょうか？これについて、(既に巨大企業となっているが)決算情報等を利用可能な米国大手IT企業であるAmazon.comの事例を参考に検討を行ってみたい。

##### (1) キャッシュフローとAmazon.comの経営戦略

通常、知的財産権の価値評価は、インカムアプローチによりなされる場合が多いと言われており、具体的な方法論についての問題はあるものの、キャッシュフロー(フリーキャッシュフロー、営業活動によるキャッシュフロー)により事業/企業の価値評価を行い、そのうちの知的財産権の寄与分を割り出して知的財産権の価値を決定すると言われている<sup>(9)</sup>。また、一部、IT系企業のように、積極的に先行投資を行っている企業の場合、固定資産投資額が控除されるキャッシュフローや、減価償却費が控除される営業利益/経常利益は、赤字となることもあるため、EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization; 利息支払前税引前減価償却前利益)に基づくインカムアプローチが事業価値評価/知財価値評価に適しているとも言われている。いずれにせよ、事業から得られるキャッシュフロー/利益が高ければ高い程、知的財産権の価値は高く評価され、結果的に、これに担保権を設定する等して調達できる資金も多くなることが予測される。

キャッシュフローの額や、営業利益の額は、通常、企業の総資産が多くなるほど、多くなる傾向にあり、総資産一定の元での営業利益の割合は、総資産営業利益率(ROA; 営業利益÷総資産)と呼ばれて事業利回りを示し、売上高営業利益率(利幅; 営業利益÷売上高)と、総資産回転率(回転率; 売上高÷総資産)を、それぞれ高めることができるビジネスモデルが、ROAを高めて営業利益やキャッシュフローを増大できることが一般に指摘されている<sup>(9)</sup>。

なお、Amazon.comの経営戦略について、Amazon.comはキャッシュフローを重視したキャッシュ・コンバージョン・サイクル(Cash Conversion Cycle; CCC)経営を実施していると指摘されており、現在、その最も大きな骨組みは、Amazon Prime(登録商標)のSubscriptionビジネスにあると指摘されている。Amazon PrimeのSubscription Feeは、毎月一定額が課金されるため、取引がなくても、一定額以上の現金が必ずAmazon.comに入金することに加え、Subscription Feeは基本的に前払金としての特性を有するため、製品入荷とそれに続く買掛金支払に先立って現金が入金することになり、資金繰りが大きく改善することにより、Amazon.comの経営状態が劇的に改善した、と指摘されている<sup>(10)</sup>。このように、Amazon.comはキャッシュフローを重視したビジネスモデルを展開しているが、Amazon.comの知財戦略についても、同様にキャッシュフローに着目した知財戦略を展開していると考えられる。

Amazon.comの知財戦略におけるもっとも重要な事例は、クレジットカード情報と配送情報を事前にECプラットフォームに登録し、ECプラットフォーム上でのワンクリックでの商品購入を可能にしたワンクリック特許(One Click Buying特許; 米国特許第5960411号; 1997年9月12日出願, 1999年9月28日登録)ではないかと思われる。ワンクリック特許は、カートに商品を投入した後に商品の購入に至らない取引の割合を示すカート離脱率を低下させることを目的として発明された技術に関するものであり、ECプラットフォーム上での料金支払に必要なプロセスを省略して短縮化し、入金サイクルを早めるとともに、利便性向上に伴う顧客吸引力を発揮して、総資産回転率を劇的に改善し、キャッシュフローを大きく改善しているものと考えられる。実際、図4.1に示されるように、Amazon.comの売上高は、1999年以降急激な

成長傾向にあるとともに、総資産回転率も増大傾向にある<sup>(11),(12),(13)</sup>。

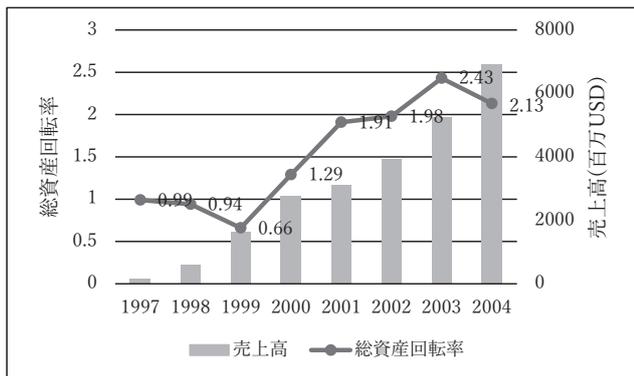


図 4.1 1990 年台後半から 2000 年台前半の、Amazon.com における売上高と総資産回転率の推移

また、特筆すべきこととして、Amazon.com は、1997 年 9 月末のワンクリック特許出願に続き、同年 12 月に金融機関から、返済期限を 3 年とする、同社の実質的な全資産を担保とした 75 百万ドルに及ぶ資金調達に成功している<sup>(11)</sup>。この資金調達額は、1996 年末時点の資産総額 8 百万ドルの約 9 倍に該当するとともに、1997 年の営業キャッシュフロー 3.5 百万ドルの 21 倍であり、融資を実施した金融機関が Amazon.com の急激な成長を見込んでいた事実が読み取れる。

ワンクリック特許は、Amazon.com に巨額の利益をもたらした、と言われているが、ワンクリック特許が満了した現在、EC 市場において、プラットフォームの間の競争が一層激化することが予測される。

## (2) Amazon.com の近年の事業展開と知財動向

Amazon.com の事業のうち、現在最大の売上をもたらしている事業は、北米 EC 事業である。Amazon.com は、昨今、EC 事業における当日配送／翌日配送の強化を行っており、2019 年第 4 四半期決算によれば、Amazon.com の米国での当日配送／翌日配送件数は、前年同期比で 4 倍以上に増加したと説明されている<sup>(14)</sup>。Amazon.com の EC プラットフォーム上では、商品発送時に料金が課金されるシステムとなっているため、当日配送／翌日配送の件数増大は、Amazon.com のキャッシュ・コンバージョン・サイクルを改善して、現金の入金を早めるとともに、利便性向上により顧客吸引力も発揮するため、総資産回転率が上昇してキャッシュフローの増大に大きく寄与すると考えられる。

実際、Amazon.com の 2019 年第 4 四半期決算にお

ける北米 EC 事業の売上高は、前年同期比で 22% の増加、他の地域でも前年同期比で 14% の増加となり、営業活動により得られるキャッシュフローについても、前年同期比で 19% 増加して、当日配送／翌日配送の拡大が Amazon.com の業績に大きく寄与したことが分かる。

このような状況を参考に、WIPO の PATENTSCOPE のデータを基に、2018 年までの 5 年間の Amazon.com の PCT 出願の動向に着目すれば、Amazon.com の 1 年あたりの PCT 出願件数は、年間 141 件から 195 件程度以下と、企業の規模に比較して極めて少ないものの、2019 年に先立つ 2015 年から 2017 年にかけて、配送関連技術 PCT 出願（ドローンを利用した自動配送も含む）の割合が増大傾向にあり、Amazon.com が、キャッシュフローの増大をもたらす当日配送／翌日配送実現のための各種技術を、当日配送／翌日配送の規模拡大に先立って出願していたことが推察される（図 4.2-1）。

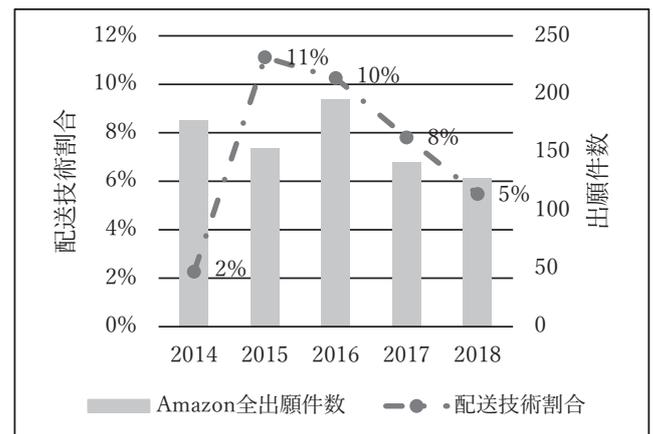


図 4.2-1 Amazon.com の PCT 出願件数と配送関連技術の割合の推移

PATENTSCOPE を利用し、出願件数は優先日を基準として検索、配送技術は B65, B64, G08G, 又は G01S の IPC カテゴリーにより集計

また、同時期の Amazon.com の出願動向に着目した場合、クラウド関連技術が 57% から 69% を占めており、圧倒的多数を占めているとともに、AWS (Amazon Web Services) (共に登録商標) のセグメント収益率も年を経るごとに増大している（図 4.2-2）。図 4.2-3 に 2014 年から 2018 年の AWS のセグメント収益（売上）とセグメント利益率の関係を示しているが、クラウド事業は、売上原価に占める変動費の割合が低く、かつ売上原価が売上高に比して少額に抑

えられる傾向にあるため、セグメントの売上に該当するセグメント収益が増大することにより、セグメント利益率が大きく増大し（収穫逦増の法則）、売上高営業利益率に対応するキャッシュフローマージンを増大させて、キャッシュフローを劇的に増大させる効果があると考えられる<sup>(15),(16)</sup>。

このように、キャッシュフローの増大に直結すると思われるワンクリック特許で巨額の収益を計上してきた Amazon.com は、現在も継続して、キャッシュ・コンバージョン・サイクルを改善する技術に対して、重点的に PCT 出願を実施するなどして、キャッシュフローに注目した経営戦略に対応し、かつキャッシュフローの改善を目的とした知財戦略を展開している様子が伺える。このような Amazon.com の知財戦略は、スタートアップを含む日本企業の今後の知財戦略の立案においても、大いに参考になるものと考えられる。

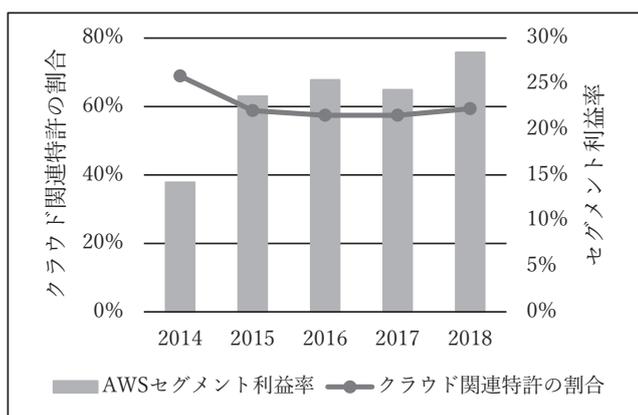


図 4.2-2 Amazon.com のクラウド関連 PCT 出願の割合と AWS のセグメント利益率

Patentscope を利用し、出願件数は優先日を基準として検索、クラウド関連特許は、G06F, G06N, G06Q, G11B, H04B, H04L, H04M, 又は H04W の IPC カテゴリーにより集計

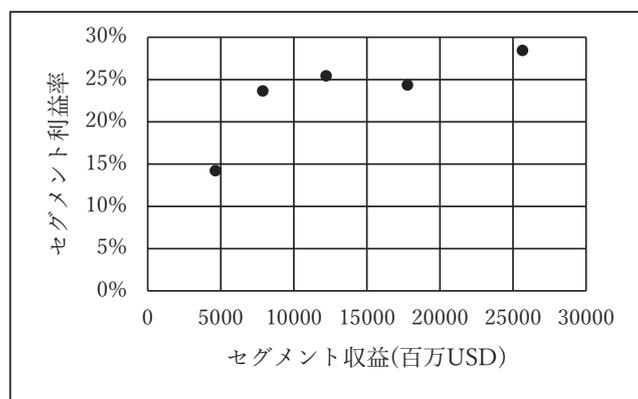


図 4.2-3 2014 年から 2018 年の AWS のセグメント収益とセグメント利益率との相関関係

改めて、本稿のテーマであるスタートアップの資金

調達に焦点を当ててみると、スタートアップ企業がキャッシュフローの改善をもたらす技術を知的財産権により保護・独占することができれば、自社の業績を大きく改善することができるので、図 3-1 に示されるように、デット・ファイナンスにおける債務不履行の割合を低下させることもできると考えられる。また、図 3-2 に示されるように、独占権としての性質を有する知的財産権は、そもそも価格競争を回避して、売上高営業利益率を改善する効果もあるため、結果として、ROA を改善してキャッシュフローを増大させる効果もあると示唆される。したがって、有形固定資産を多く保有していないスタートアップにおいても、適切な知的財産権を保有していることにより、財務状態を改善し、資金調達を経て、事業を成功へと導く確率がより高まるのではないかと推察される。

## 5. 考察

以上のように、企業にとっての資金調達の一つの態様であるデット・ファイナンスについて、知的財産担保融資の可能性を検討するに際し、有形固定資産を多く保有していない IT 系スタートアップやサービス系スタートアップは、知的財産担保融資自体は困難である可能性があるものの、各キャッシュフローを考慮した事業の根幹となる技術思想を知的財産権により保護・活用することができれば、経営状態を改善し、結果的に資金調達を成功させて、事業を成功に導いていくことができるのではないかと考えられる。

このため、一般に知的財産権に対するなじみが薄いと指摘される、IT 系スタートアップやサービス系スタートアップにおいても、キャッシュフローを考慮した事業の根幹となる技術思想の保護・活用に焦点を当てた知的財産戦略が、事業を成功に導く上で重要であると考えられる。

なお、本稿における論考は、あくまで筆者らの個人としての見解に基づくものであり、筆者らの所属する独立行政法人日本貿易振興機構の公式な見解と必ずしも一致しないことを申し述べるとともに、本稿における記載内容については、本稿の投稿時点において、その正確性について十分な配慮を払っているものの、完全な正確性を保証するものではない点について、ご了承いただきたい。

また、本稿は、2020 年 9 月 19 日に実施したインド工業連盟 (Confederation of Indian Industry ; CII)

における発表の内容の少なくとも一部を含むとともに、2020年9月29日に実施したインド知的財産研究会、及び2020年11月11日に実施した中東知的財産研究会における発表の内容の少なくとも一部を含むものである。

## 6. 謝辞

本稿の執筆にあたり、貴重なご意見をいただいた、独立行政法人日本貿易振興機構の各位にこの場を借りて御礼申し上げます。特に、イノベーション・知的財産部イノベーション促進課長の吉田悠吾氏、同スタートアップ支援課長の島田英樹氏と、海外調査部海外調査企画課長の秋山士郎氏には、スタートアップ企業の資金調達と世界各国におけるM&A及び株式上場の実情について多面的なご意見をいただいたことを御礼申し上げます。

また、独立行政法人日本貿易振興機構に出向中の、株式会社日本政策金融公庫の長坂幸子氏及び多摩信用金庫の高橋俊氏には、金融機関における中小企業への融資の実態について、多面的なご意見をいただいたことを御礼申し上げます。

### (参考文献)

- (1) 本庄裕司, 「スタートアップ企業の資本構成」, 特集／組織のファンディング, 組織化学 Vol.49, No.1, p.4-18 (2015)
- (2) インターネット百科事典 Wikipedia, 「資金調達」 (<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E8%B3%87%E9%87%91%E8%AA%BF%E9%81%94>)
- (3) 特許庁, 発明協会アジア太平洋工業所有権センター, 「知的財産の価値評価について」 (2017)
- (4) Intellectual Property Office, British Business Bank, “Using Intellectual Property To Access Growth Funding” (2018)

- (5) Martin Brassell and Kris Boschmans, OECD SME and Entrepreneurship Paper, “Fostering the use of intangibles to strengthen SME access to finance” (2019)
- (6) 特許庁, 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社, 「平成30年度中小企業等知財支援施策検討分析事業『中小企業の知的財産活動に関する基本調査』報告書」 (2019)
- (7) 伊尾木智子, 「アジア発スタートアップに開かれる, 東証マザーズIPOへの道」, 地域・分析レポート, 独立行政法人日本貿易振興機構 (2020)
- (8) 中小企業庁, みずほ総合研究所株式会社, 「中小企業の資金調達に関する調査」 (2015)
- (9) 西山茂, 「企業分析シナリオ [第2版]」, 東洋経済新報社 (2006)
- (10) 成毛眞, 「amazon 世界最先端の戦略がわかる」, ダイアモンド社 (2018)
- (11) Amazon.com の1997年12月期有価証券報告書 ([https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc\\_financials/annual/123197\\_10k.pdf](https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/123197_10k.pdf))
- (12) Amazon.com の2001年12月期有価証券報告書 ([https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc\\_financials/annual/2001annualreport.pdf](https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/2001annualreport.pdf))
- (13) Amazon.com の2004年12月期有価証券報告書 ([https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc\\_financials/annual/2004\\_Annual\\_report.pdf](https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/2004_Annual_report.pdf))
- (14) Amazon.com の2019年第4四半期決算報告書 (<https://ir.aboutamazon.com/news-release/news-release-details/2020/Amazoncom-Announces-Fourth-Quarter-Sales-up-21-to-874-Billion/default.aspx>)
- (15) Amazon.com の2018年12月期有価証券報告書 ([https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc\\_financials/annual/2018-Annual-Report.pdf](https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/2018-Annual-Report.pdf))
- (16) Amazon.com の2015年12月期有価証券報告書 ([https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc\\_financials/annual/2015-Annual-Report.pdf](https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/2015-Annual-Report.pdf))

(原稿受領 2020.9.14)