

米國法における投資者保護制度

——特に青空法及び證券法について——

岡 本 善 八

- 一 投資者保護立法の必要性
- 二 (一) 青空法の制定經過
(二) その内容概観
- 三 (一) 連邦證券法の制定經過
(二) その内容概観

近代資本主義企業においては、その設立については、及ばずその發展のあらゆる段階において企業資本の増強を要請する。それは或は事業計畫・機械その他の設備の變更又は擴張、或は競争企業に對する優越性の獲得、或は長期借入金の償還等の種々の現象形態において現われるが、かゝる資本の持續的増強の要請は、根柢的には固定資産の企業總資産に對する比重の増大いわゆる資本の有機的構成 *organische Zusammensetzung des Kapitals* の高度化に基因する限り、短期貸附をその本則とする銀行金融その他の借入金に資本調達を期待するを得ないことは容易に理解し得る。證券投資はかゝる資本主義的必然を背景として一般大衆の零細なる預金

をその源泉として發展し來るのであり、この資本の證券化を金融的特色として出現する近代企業が正に株式會社であるといえる。⁽¹⁾かゝる投資源は究極的には大衆の預金に存するが、投資主體自體についてみるならばこれを制度的投資者と個人的投資者とに分ち得る。アメリカの例についてみるとこのような制度的投資者の代表的なものとしては次のものがある。先づ(1)貯蓄銀行 (the saving bank)であつて、これは嘗て準慈善施設としての性格をもつていたともいわれる如く特に零細なる預金を受入れ、これを債券・擔保附貸付・銀行引受附貸付等堅實な投資に運用するものであり、その投資物件は州法により法定せられるのを通常とする。(2)信託會社 (the trust company)これは他人の財産の信託を受けこれを受託者の利益のために運用するものであるものであるが、それが證券投資の有力な源泉をなす。(3)更に投資信託會社 (investment trust)・不動産銀行 (mortgage banks)・連邦貯蓄貸付協會 (the federal saving and loan association)等の金融組織があるが、これらの中には自己の證券を賣出しその賣上を以て投資に充當するものもある。以上のは證券投資がその業務の主要な一部をなすものであるが、この外に他の主要業務に附隨的に大量投資をなすものとして次のものがある。(4)保險會社 (the insurance company)これは保險業務運營中に蓄積せられた豫備資金を以て證券投資に充當するもので、これは特に證券法通過後に於て注目すべき役割を示すに至つてゐる。(5)商業銀行 (the commercial banks)これは受入預金を以て短期商業金融に充當するものであるが、附隨的に證券投資に充當せられることがある。たゞこれは保險會社と同様に投資物件については州法その他による制約あることが留意せらるべきである。(6)更に教育・宗教・慈善等の非營利團體 (the non-profit association)が案外に有力な證券投資層を構成することも無視することは得ないとせられる。⁽²⁾以上のような制度的投資者に對し第二の層を構成するものは個人的投資者である。ここに個人的投資者とは前述の制度的投資者を媒介としてその職業的選擇に依存する個人的投資者はこれに含まれ

ず、その個人自らの判断によつて證券投資を行うものを意味する。制度的投資者の場合には公益的見地よりして投資證券の種類が限定せられることが多いが、この層においてはかゝる制約がないから投資者性格よりも寧ろ投資者的性格を帯びるものがこの層より出る可能性が多いのであり、かゝる場合の投資對象は従つて債券よりも株式が選擇されることになる。かゝる場合に生ずる弊害除去が證券投資者保護に關する法的規制の主眼點となるのである。⁽³⁾

右に述べた如き投資者が買付ける證券は概括的には、賣出發行の際の證券と賣出済の證券とに分たれるのであるが、何れも證券發行主體又は證券賣却者より直接に證券を入手することは少く、前者においては所謂投資銀行 (investment banking)^{註一} 後者においては證券取引所 (stock exchange) を媒介とする。一九二〇年代以後のアメリカの證券立法の規制の對象も現實的にはこの二者であるといえるのであるが、こゝでは前者即ち投資銀行に對する法的規制に考察の範圍を限定したいと思ふ。^{註二} 先づ證券の賣出發行の場合に於ては證券發行主體は直接に公衆に證券を賣出すことは殆んどなく兩者の間には投資銀行 (investment banking) が介在するのが通常である。即ち投資銀行の機能は、公共團體或は會社の發行する證券を買入れこれを他の制度的投資者及び一般大衆に對し賣出す點にある。尤も證券の大量保有者の保有證券を一般大衆に賣出す機能をも併せ營むが然しこれは二次的なものといえる。⁽⁴⁾ かくて從來アメリカにおいては連邦政府を除く公共團體の公債及び社債が投資銀行を通じて賣出されたのであるが、第一次大戰後十年間に於て株式發行についてもこの機構が介入するのが通常となつたのである。この證券銀行の證券發行者に對する關係は單に證券の大量買付者たる地位に止まるものでなく、或は證券金融上の助言者として賣出すべき證券の種類、數量、提供せらるべき擔保の種類、賣出の時期等の決定に參畫し、或は株主權の行使を通じ又は直接に取締役の選出によつて證券發行者の經營に參與することとなる。更に投資者

大衆に對しても單に證券の賣捌人たる地位に止まるものではなく、投資銀行に對する社會的信用は投資大衆をしてそこに充分な調査と正當な判斷を伴つてゐることを豫想せしめてゐるのであるから、證券評價については公衆に對していはば受託者的地位にある。

右の如き兩者に對する關係に投資銀行自體の利益追求が加はる時は現象は更に複雑性を増すが、然し一九二〇年以前においては投資銀行は概ねかゝる三者の利益調整に於て破綻を來してゐなかつたのであるが、第一次大戦後アメリカが債務國より債權國えとその地位を轉じ内國證券のみならず外國證券もこの國に於て賣出されるに至つたという事情、或は自動車・鑛油・ゴム・化學製品・電氣機械・航空機産業等の急速な發展は證券業者の活動の機會を増すと共に、一方においては大衆の證券投資の傾向に變化を生ぜしめ、賣出の容易な株式が從來の社債の地位に代わると共に個人的な證券買入額の増加と共に投機的傾向を生ずるに至つた。又他方證券會社においてもかゝる投資傾向と對應して從來の慎重な態度を離れ、從來の如き充分な調査を行はず且つ從來の引受基準に合致しない證券賣出を行うことあると共に、賣出に關する資料の記載も正確を缺くが如き事態を生じ、投資者は爾後數年間に涉り莫大な損失を蒙ると共に投資銀行の信用が甚しく失墜するに至つた。⁽⁵⁾かゝる事情が一九三三年の證券法 (the Securities Act) 制定の主要な動機をなしている。^{註三}然し本法の目的は證券賣出における主要事實を公示することであり、連邦行政機關は證券の價值評價を行うことを得ないのであつて證券の評價はいぜんとして投資銀行の手に委ねられてゐることは留意すべき點である。

註一 投資銀行 (Investbankers) とは銀行の名稱を附せられるが然し預金受入・小切手操作・短期金融をその機能とする銀行の一種ではないことを留意せらるべきである。商業銀行がかかる證券賣出を營むことは一九三三年の銀行法 (Banking Act) によつて禁ぜられてゐる。(日證券取引法六五條參照) 投資銀行は南北戦争において Jay Cook により資金調達のために行われた

のがその始まりであり、これが私企業にうつされたものであるとせられる。その機能も當初は金融の相談を受けるのみで證券公募を行わなかつたのであるがアメリカ産業の發展と相伴つて發展し一九一二年に投資銀行協會 (Investment Bankers Association) が設立されて以來急速の進歩をとげ爾後三十年間の非政府證券の取扱高は十二億五千ドルを下らぬとせられる。然しながらこの投資銀行は一九二〇年代に於てその發展の頂點にあり不況時代を経て次第にその發展の下降線を辿り第二次大戰下においては大して重要性をもたなかつたといわれているが平時經濟の復活によつてその將來について希望がもたれているようである。⁽⁶⁾

かゝる投資會社不振の理由としては(1)デフレ時代に於ては資本の需要が減少し且つ第二次大戰に於ても再建金融會社 (Reconstruction Finance Corporation) 及び連邦準備金制度 (Federal Reserve System) の利用によつて政府より巨額の融資を受けることを得たこと、(2)例えばデュポン (The Du Pont) の如き巨大會社では次第に自ら證券賣出を行う傾向にあり且つ大企業の資本蓄積が可成り順調に行われたこと、(3)發行者が投資銀行を媒介とせず保險會社の如き融資源に直接に關係をもつに至つたことである。⁽⁷⁾ この私的賣付 (後述) の傾向は一九三三・四年頃より増大し、一九三四年六月卅日の會計年度末より十年間にアメリカに於ける現金拂込による證券發行は二百二十二億七千三百萬ドルであるが、その三分の一が證券法規の適用排除證券でありそのうち二分の一が私的賣付であり、その大部分が保險會社であるとせられる。⁽⁸⁾ 而してかゝる私的賣付が行われる理由としては、(4) 届出書類の作成に伴う餘分の費用及び勞力が節約し得ること、(5) 公募による時は届出後二十日後でなければ現實に賣出し得ないのに對し迅速に融資し得ること、(6) 保險會社は堅實な證券に對してのみ融資するからこれと關係をもつことは發行者の信用を高めることになる等が擧げられている。⁽⁹⁾ 尤もかゝる投資についても根柢に大衆がある限り矢張り委員會の規制を受けるべきであるとする改正意見も存在する。⁽¹⁰⁾

かゝる投資銀行の規模については若干のものを除いては株式會社形態より商事組合 (Partnership) の形態をとることが多く又一部屋乃至二部屋程度の事務所しか持たないものも多いとせられる。⁽¹¹⁾ 一九三八年に於ては投資銀行協會の會員は七三〇を數えるがその五パーセントにすぎない三八の會員によつて一九三四—一九三九年の證券公募の九一パーセントが行われている。而し

てこの協會員の一パーセントにすぎない六大會社がその業務の五七パーセントを行い、その最大の the House of Morgan はこれ丈で全證券賣出の二三パーセントを取扱つてゐる。これらの投資銀行の周圍に七千の證券業者があることを留意せねばならない。

註二 アメリカに於ける投資者保護法としてはここに述べる青空法及び一九三三年の證券法の外に次のものがある。一九三四年の取引所法 (the Securities Exchange Act) 一九三五年の公益事業持株會社法 (the Public Utility Holding Company Act) 一九三八年の取引所法の改正 (The Maloney Amendment of 1938 to the Securities Exchange Act) 一九三八年の破産法改正 (Chandler Act—the Bankruptcy Act, Chapter X) 一九三九年の證券受託者法 (the Trust Indenture Act) 一九四〇年の投資信託法 (the Investment Company Act) 及び投資顧問者法 (the Investment Advisers Act, Title II) 等の連邦法が存することは留意せねばならない。(Securities and Exchange Commission 11th Annual Report, 1945, p. 78.)

註三 證券法制定直前の一九三二年に於ては證券保有高は推定國富二億四千六百四十萬ドルの約四分の三に及ぶ一億八千百萬ドルを示している。⁽¹²⁾ 而して第一次大戰以前に於てはアメリカに於ける個人的投資者は五〇萬人にすぎなかつたが一九三五年には一千萬に滿たんとしてゐる。⁽¹³⁾ 而して投資者が證券取引の投機化によつて蒙つた損害はデフレ以前に於て毎年一七億ドル、ニューヨーク一州丈でも毎年五億ドルに上るとせられ、或は一九三三年以前十年間に渉る投資者の損失總額は二五〇億ドル國民一人當り二五〇ドルに當るとせられる。⁽¹⁴⁾ 更に他の資料によれば一九二九—三三年間にアメリカに於て五百億ドルの證券發行のなされたうちその半分が無價値になつたとせられる。⁽¹⁵⁾

- (1) sponsored by Investment Bankers Association of America, Fundamentals of Investment, 1950, p. 574. 岡村教授 株式會社金融の研究、昭和二十五年二十七頁以下。
- (2) Charles W. Gerstenberg, Financial organization and management of business, 1950, p. 357.
- (3) Jule I. Bogen, Financial Handbook, 1948.
- (4) The code of fair competition of the investment bankers association.

- (15) Marshall E. Dimock. *Business and Government*, 1949, p. 593.
- (16) H. H. Trachsel, *Public Utility Regulation*, 1947, p. 206.
- (17) Marshall E. Dimock, *ibid.* p. 596.
- (18) H. L. Jome, *Corporation Finance*, 1949, p. 407.
- (19) Nathan L. Silverstein, *Corporation Finance simplified*, 1949, p. 115.
- (20) Proposed Amendments to the Securities Act of 1933 and to the Securities Exchange Act of 1934, Hearing before the House Committee on Interstate and Foreign Commerce (77th Cong., 1st Sess.) Part. 2, pp. 112-113, 373.
- (21) Chelcie C. Rosland, *Corporation Finance and Regulation* p. 178.
- (22) G. W. Edwards, *The Evolution of Finance Capitalism*, 1938.
- (23) Twentieth Century Fund, *The Security Market*, 1935, p. 35.
- (24) H. H. Trachsel, *ibid.* p. 208.
- (25) Tenth Annual Report of the Securities and Exchange Commission, June 30, 1944, pp. 13-14.

二

(一) アメリカにおける証券取引の連邦法的規制は一九三三年以後において急速に發展をとげたのであるが、かかる証券取引に於ける投資者保護の制度としては、既に諸州において所謂『青空法』^{註一}(the blue sky laws)が存在していたことが留意せらるべきである。⁽¹⁾ 諸州のうち最初に証券法を制定したのは一九一一年のカンサス法^{註二}でありその後つゞいて一九一三年にかけて二十二州において同様の立法が行われたのであるが、これらはもとより實際界によつて歓迎されるべき譯はなかつた。それらの州法に關する違憲論議もいはばその表現といえよう。即ちカンサス法に基いて一九一三年にはアイオア・ミシガン・ウエストバージニア等に青空法の制定をみたが、カンサ

ス法自體は合憲とされたに反しそれらは連邦區裁判所 (Federal District Court) により違憲判決を受けた。かゝる判決の結果これを考慮に入れ一九一五年には更にアルカンサス・アイオア・カンサス・ミシガン・ノースダコタ・オレゴン・サウスカロライナ・サウスダコタ及びバージニアに於て更に青空法の制定をみたのであるが、一九一六年に先づミシガンの新法が州際通商に直接の制約を加え州の権限を踰越することを理由として無効とされ、更に同年オハイオ・サウスダコタ州法についても違憲判決をみるに至つた。然るに一九一七年一月廿二日連邦最高裁判所 (The Federal Supreme Court) は一連の判決におつてオハイオ・ミシガン・サウスダコタ等の諸立法を有効とすることにより憲法的基礎を確立し、他州の合憲性理論にも深い影響を與えるに至つたのである。⁽²⁾ かくて一九二二年一月一日には三十七州、一九二三年には四十七州にのぼり、一九三一年にデラウェア州がこれに加わるに及んで、現在ではナバダ州を除く全州が證券法をもつに至つてゐる。^{(註三)(3)}

註一 所謂『青空法』の語源については、それが「空漠たる青空以上に何らの基礎をもたないような投機的企圖をもつ」證券の賣出を禁止するところに法の目的があることに由來するといわれる。^{(註四)(4)}

註二 證券發行を規制する立法はヨーロッパ大陸では十二世紀の始、イギリスでは十二世紀の末に現われている。アメリカに於ては鐵道や公共事業に關する例外を除いては二十世紀初期において始めて現われ、その最初の立法が一九一一年のカンサス法とせられる。嚴密には一九一〇年のロードアイランド法があげられているが、その規定が貧弱であるためにカンサス法を擧げることが通説となつてゐる。カンサス法は投資銀行に對してその業務の明細書の届出を命ずると共に銀行委員 the bank commissioner によつて許可されるまでは證券の賣出を禁じたもので、この法の施行後一年間に於て約一、五〇〇件の賣出申請がなされたのであるが、そのうち約七五パーセントが詐欺的を理由とし、また一一パーセントが過度の投機性を理由として却下されたという注目すべき數字を示している。^{(註五)(5)} 尤もこれは合憲とはされたがその條件が嚴格であるために一九一三年及一九一五年の兩

度で改正されている。⁽⁶⁾

註三 この間において一九二九年に州法統一協議會 (the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws) により採擇され翌年修正せられた統一證券賣出法 (the Uniform Sale of Securities Act) があるが、これはフロリダ、ハワイ、ミシガン、ルイジアナ、サウスカロライナに若干の修正をもつて採用され且つケンタッキー、オクラホマ、ウエストバージニアに於て可成りの修正の後採用された、その後一九四三年にはこの統一法の修正が議せられている。⁽⁷⁾

- (1) Glenn G. Munn, Encyclopedia of Banking and Finance, 1937, p. 87.
- (2) 《Blue Sky Laws》, the Encyclopedia Americana, 1947, vol. 4, p. 127
- (3) H. L. Jome, Corporation Finance, 1949, p. 407.
- (4) Henry W. Ballantine, on Corporation, 1946, p. 850. H. L. Jome, *ibid.* p. 406. M. E. Dimmock, *ibid.* p. 602.
- (5) Jule I. Bogen, Financial Handbook, 1948.
- (6) Harold L. Reed, Principles of Corporation Finance, 1925, p. 96.
- (7) Henry W. Ballantine, on Corporation, 1946, p. 862. William M. Fletcher, Cylopedia of the Law of private corporations, 1945, vol. 14, p. 162.

(二) 各州法の性格はこれを一概に規定することは困難であるが、法が何を規制の主眼點に置くかという點より理論上次の四類型に區別せられている。⁽¹⁾

(1) 詐欺防止をその主眼とするもの

これは證券の賣出に先立つて證券に關する資料の届出を命ずる通常の證券法の豫防的傾向と異なり、刑罰的傾向をもつ所謂「詐欺法」(Anti-Fraud Laws) に屬するものである。これは賣出に先立つて何らかの制約を與えるのでなく、單に證券に關する資料提供を命ずると共に賣買における詐欺について州法務總裁 (attorney general) による調査、刑事訴追及び假處分の權限を與えるものである。ニューヨーク州法は例外的に證券及び證券業者の

賣出前の届出を定めているがこの場合においても詐欺防止のための豫防的行政的監督は行はれない。これに屬するものとしてはニューヨーク州法 (1925)^{註一}・ニュージャージー州法 (1937 Rev.)・デラウェア州法 (1931・1935 Rev.)^(註二)があり、メリーランド州法もこれに屬するといはれるが前二者が典型的である。

(2) 主要事實の公開を主眼とするもの

「公開法」(Disclosure Laws)と呼ばれる類型であつて、これは行政的監督、調査、強制のあると否とをとわず、證券投資者に供せられる目論見書・廣告・その他の資料の届出により法的規制をなそうとするものである。従來悪徳な發起人の利用する最大の手段は、投資者をして一擲千金の夢を抱かせる不實の目論見書の作成であつたが、多くの立法はこの點に著目し、當該證券に關する主要事實を明らかにし投資者の判斷に誤解をなからしめようとしているのである。^{註二}

アメリカにおいては四十三州の州法が證券の賣出前にこのような公開的意味を有する書類とともに届出でられることを必要とする。このような州法における證券の登録には届出のみの登録と審査を要する登録との二種がある。(1)届出のみによる登録は一定の種類^(註三)の證券に限定せられる。例えば一定の期間——通常は二乃至五年の間——既に營業を行い、一定以上の収益をあげ一定の資産をもつ所謂「營業會社」(“going concerns”)の證券、不動産抵當附證券、法定擔保物留置權附證券等の堅實な證券である。この届出書類には、通常發行者の住所氏名・證券の種類名稱・發行額・その州で發行する額・賣出價格・目論見書の謄本・この發行が届出のみによる登録に値する事實の證明等が記載され登録料を納附することにより手續は完了する。(2)審査を要する届出は一般に新設の企業及び前述のものより投機性の強い證券である。これは前述の場合の届出書類よりも更に詳細なる業務報告書が必要なわけであり、この審査請求書が行政機關によつて詐欺的であるか又は將來詐欺的傾向を生ぜしめるかに

ついて審査せられる。かくて種類別の許可が與えられるか或は證券登記簿に登録せられることとなる。若干の州では審査に先立つ證券の賣出を認めるが審査により不許可となつた場合代金の拂戻を命ずる立法例もある。

登録手續についてはこのように種類別にするものが大部分であつて、フロリダ(1941)・ジョージア(1933)・ハワイ(1945)・イリノイ(1943)・ルイジアナ(1940)・ミシシッピ(1941)・ミネソタ(1941)のほかオハイオ・オレゴン・サウスカロライナ等がこれに屬する。これに對しカリフォルニア・インディアナ(1941)・アイオア(1939)・モンタナ(1935)・ワシントン(1943)・ウエストバージニア(1943)のほかレミングトン等は種類を分たすすべての證券に審査を要求している。

(3) 證券賣買業者・證券ブローカ・代理商の登録を主眼とするもの

これは證券取引に従事する證券業者自體の規制に重點を置くものである。これらは營業開始に先立つて許可及び登録を必要とする。コネチカット(1939)・メリーランド(1937)・ロードアイランド(1938)の外メイン・マサチューセツト・ペンシルバニアがこれに屬するが、全州のうち少くとも業者の登録的規定をもつものは三十九州にのぼる。この場合證券業者は充分ある支拂能力あること、業務計畫が公正衡平であり、公平に業務を行うこと、賣出すべき證券は詐欺的性質をもたないことを立證することにより許可又は登録せられるが、更に法は證券の性質及び價值について正當な判断をなさしめるに足り、又行政機關が證券業者の詐欺的行爲を監視し得るに足る資料の提出義務を課することもある。この三十九州のうち二十一州は證券業者のなす詐欺に對する買入者保護のための擔保として五千ドル乃至二萬五千ドルの債券を登記の要件として供託することを定める。然し支拂能力についての立證ある時は供託が免除せられる立法もある。登録手数料は一ドル乃至一〇〇ドルで平均三九ドルで毎年納付する。四十二州においては證券業者自體の外に個人的な販賣員 *salesmen* 代理人 *agents* 勸誘員 *solicitors*

その登録許可を要し手数料は一乃至五ドルで大體毎年納付でありそのうち六州においては五百乃至五千ドルの債券の供託が命ぜられる。

ニューヨークその他若干州においては届出だけで登録が完成するが、然し多くの州では法定の許可證が發行せられる。行政機關は相當の通告乃至審問の後正當の理由ある時は登録許可の取消又は却下をなし得る外、違法行為ある時は假處分を申請し或は違犯者を告訴することも出来る。

(4) これは(2)および(3)を併用し證券自體をも證券業者をも監督するものであつて最も一般的な類型である。これについては個々の點について前述したから重複を避ける。

大部分の青空法は適用除外例を設けている。即ち

(1) 適用除外證券は全州法を通じ二十三種にのぼるが、そのうち主要なものは次のものである。

- (1) 合衆國とその領土・州とその地方區分の發行する證券
- (2) 外國政府及びその財政的區分が發行する證券
- (3) 電氣・ガス・鐵道等の公共事業の發行する證券
- (4) 銀行・信託會社・保險會社・建築金融協會の發行する證券
- (5) 連邦法により設立せられた會社の證券
- (6) 取引所に上場登録された證券
- (7) 不動産抵當附證券
- (8) 法定投資
- (9) 合併又は整理につき現在の證券保持者および債權者に對し發行せられる證券

(10) 公共事業持株會社證券

(11) 非營利團體の證券

等が擧げられる。

(2) 適用除外行爲としては先ず、(1)單獨的取引が認められる。即ち證券賣出という反覆的行爲の一部を構成しないものであつて證券保有者の計算に基く單獨的取引は、それが發行者・引受人・發起人の何れかを問はず適用が除外せられる。その他適用除外取引としては、(2)少數者に對する賣出し但しその數はカンサスの五名よりモンタナの五十名に至る迄その數は多様である。(3)株式配當及び新株の割當、(4)法定取引、(5)破産管財人による賣捌、(6)銀行・保險會社・信託會社その他の制度的投資層又は證券取引業者にのみ賣付けられる證券の賣捌等がある。

州法における制裁については次のものがある。大部分の州は詐欺又は詐欺の疑いある時は證券の賣出の停止又は禁止の權限が與えられる。又違法の賣出の民事的效果については、かゝる賣出は買付者の申立によつて無効となることが定められる。即ち賣出關係者が自己の利益のために無効を主張することはできないが、買付者の側からは無効を主張することを得るのである。又買付者は賣出人に買入總額の賠償を請求することが出来るが、この場合買付者が違法の事實を知ることによつて賣出人は免責せられない。この賠償責任は取締役その他の賣出に參與した役員にも及ぶのが通常である。

右のような青空法の制定にも拘らず投資者保護についての目的を充分に達し得なかつたのであり、その理由としては次のものが擧げられている。

(1) 適用除外證券が種類が多かつたために充分にその目的を達し得なかつた。例へば取引所登録證券についてもそれが無價値になり、關係行政機關の監督を受けるべき公益事業證券・銀行・生命保險の發行する證券にして水

増しされていることがあり、不動産擔保附證券についても會社が整理にあることがあり、或は外國證券についても一九二〇年末の恐慌においては友好關係にあるラテンアメリカ諸國の證券が若干の原因をなしているといわれる等適用除外證券についても多くの弊害を生ずるといふ現象を生じたのである。

(2) 第二は青空法が州内取引のみを規制したことである。青空法は當該州の州内取引のみを規制したから、A州よりB州の居住者に對して證券賣付の勤誘がなされた場合、目論見書に對する申込及びそれに對する受諾は發行會社の所在州に於てなされることを理由としてA州の法のみが適用せられ、⁽³⁾買入者の充分なる保護が行われないことがあるのである。そうしてこれは會社のB州で設立又は證券發行の許可を得られない場合において會社の資産をA州に移して後B州の居住者に對し證券の賣付がある場合特に顯著となるであらう。

(3) 多くの取引業者が「許可」(License)の意味を悪用し、行政機關の賣出許可について恰も證券自身の價值が行政機關によつて承認されたものであるかの印象を大衆に對して與えたことである。しかもこの違反行爲は極めて巧妙に行はれたために違反の立證をなすことが困難な状態にあつたといわれる。

(4) 更に州法には違法發行後の處罰を重視し、その豫防的効果を充分に考慮していないものがあることもその理由の一として擧げられている。

註一 證券取引の中心地としてのニューヨーク州に於ては證券投資立法に關する企圖は夙にカンサス法制定に先立つ一九〇九年に示され、州知事 Hughes は證券投資に關する調査委員會を設け、この委員會は證券法制定の勸告をなしたのであるが實現をみるに至らなかつたといわれる。⁽⁴⁾一九二五年一月一日の Martin 法として知られるニューヨーク青空法は一九二一年法第六四九章により附加せられた一般商事法 General Business Law § 213-A 節 (三五二—三五九ノh 條) であつて一九二三・一九二五・一九二六・一九二八・一九三五年に修正を受けている。

註一 このような立法例は一九二九年のイギリス會社法(第三四、三五、三七、三八條、第四書式例第一部及第二部)に於て見出されるが、然しこれは發起人の現物出資及び發起人の報酬の點に關する惡弊について充分の規制ができなかつたといわれ、その理由としては單に届出のみでは充分でなくやはり行政的監督が必要であることがあげられている⁽⁵⁾。

- (1) Ballantine, *ibid.* p. 862.
- (2) Glenn G. Munn, *Encyclopedia of Banking and Finance*, 1949, p. 70.
- (3) Arthur Nussbaum, *Principles of private international law*, 1943, p. 171. *Restatement*, §§ 182, 183, 185, 187, 190. *American Spirits Mfg. Co. v. Eldridge*, 209 Mass. 590, 95 N. E. 942 (1911).
- (4) Robert E. Cushman, *The Independent Regulatory Commission*, 1941, p. 327.
- (5) Palmer, *Company Law* (17th ed.) 341-356, 361-363. Topham, *Principles of Company Law*, 11th ed. 1949, p. 46. Edmond E. Lincoln, *Applied Business Finance*, 1941, p. 242.

三

(一) 右に述べた如く證券投資者保護の制度はまづ州法の問題として採り上げられたのでありこれに對する連邦的關心は一九一三年に於て始めて示された。即ちこの年に於て國家金融組織の調査に當つていた下院の Pajo 委員會が併せて證券投資の實情をも調査し、證券取引に關する連邦法案を作成したのであるが實現をみなかつた⁽¹⁾。その後第一次大戰時國債と對抗するために可成りの高利を附した投機的債券を契機として再び一九一九年に下院に於て證券立法が議せられたが、公聽會における投資銀行家の強力な反對のために下院法務委員會(The House Judiciary Committee)によつて採擇されなかつた⁽²⁾。然しその後もこの問題に關する連邦の關心は消滅せず第七十二議會に至るまで七つの上院草案と十一の下院草案が提出せられたが、何れも立法化をみるに至らなかつたが

然し次第にその關心は高まり一九三二年の民主黨綱領では投資大衆の保護をその一項目として掲げるに至つた。かくて一九三三年三月二九日にルーズベルト大統領 Franklin D. Roosevelt は議會にメッセージを送り「州際通商における投資證券取引の連邦的監督」に關する立法を勸告し、證券發行については從來何らの行政的監督がなかつたが、然し今後證券發行については完全なる公示書類が必要であり證券賣出者に對し詐欺行爲に關する責任を課すべき旨を述べるに至り、上院議員 Ashurst はこの勸告に基いて議會に草案を提出し、最初上院法務委員會 (the Senate Committee on Judiciary) に附託せられたが、直ちに銀行流通委員會 (the Committee on Banking and Currency) に廻附せられ、外國證券保有者會社 (the Corporation of Foreign Security Holders) に關し若干の修正が加えられた後、實質的に一九三三年の證券法の重要部分が構成せられた。而してこれは四月廿七日に更に若干の修正の後五月八日に上院を通過したのである。一方下院においても州際外國通商委員會 (the House Committee on Interstate and Foreign Commerce) におきて同様に法律案の審議がすすめられていたが、進捗せず漸く四月に法律案が作成し、五月三日下院提出、同五日通過後上院に送附せられた。かくて兩院の意見の不一致の調整の後、五月二十二日兩院協議會通過、同日下院通過、二十三日上院通過、五月二十七日大統領署名によつて一九三三年の證券法 (the Securities Act) は完成した。かように審議が比較的スムーズに進んだのは、共和黨も證券法の必要性については意見の一致をみていたこと、この外に多くの重要立法の審議があつた爲に多くの時を費すことを得なかつたこと、時の大統領の名聲の高かつたこと、更に法律案自體が有能な委員の手になり慎重周到なものであつたこと等によるものとせられる。⁽³⁾

(1) Hearing Reports, 1593, 62d Cong., 3d sess. (1913)

(2) H. R. 15922, 65 th Cong., 3d sess. (1919)

(c) Cushman, *The Independent Regulation Commission*, 1941, p. 327.

(二) 一九三三年の證券法 (the Securities Act) は又證券眞實法 (the Truth-in-Securities Act) とも云われ、その主要な目的は州際及び外國通商における、或は郵便による取引における證券について完全・公平・正確に明示し、かゝる證券の賣買における詐欺を防止せんとする點にあるが、そのために法が採用した手段は證券取引委員會⁽¹⁾ (the Securities and Exchange Commission) に對する登録書類の届出及び投資大衆に對する目論見書の交付である。これについて第一に注目すべきことは、法の運用に當る證券取引委員會は法的にはその企業の健全性や證券の評價價值について判定する權限をもたないのであつてこれに反する表示は刑事的侵害となることであり、従つて本法の基本的構想は投資者に對する最も必要なる保護として投資者をして證券評價に必要な保護として投資者をして證券評價に必要なすべての事實を知らしめる點に求めているということである。第二に注目すべき點は委員會は届出書類について不實或は人に誤解を生じ易い記載或は記洩れをなからしめる行政的處置を講ずるが、然し委員會は届出書類を有効とすることによつて、届出書類或は目論見書に關する記載の正確性について投資大衆に保證し、これに反する事實ある場合に賠償を行うという程の保障義務を負うものではないという點である。目論見書の前部に特にその旨を表示せしめるのは投資者をしてかゝる點について誤解なからしめるためである。

(四) 既に述べた如く證券法の基本的構想は、(1) 有價證券の、(2) 賣出に先立つて、(3) 引受業者は一定の届出をなしこれと一致した目論見書によるのでなければ、目論見書その他の資料及び賣付證券に關する運輸通信がなし得ない點にある (Sec. act, tit. I. § 5)⁽²⁾。然しながら本法に於てはその用いられる基本的用語に關して通常の場合よりも廣汎な意味内容をもつことが多く、従つてその解釋が脫法的目的に利用される危険性あることが留意せられ

ねばならない。かゝるものとしては次のものがある。

- (1) 「有價證券」“security”と云う語は、「すべての捺印證書 note・株式 stock・在庫株 treasury・擔保附社債 bond・無擔保社債 debenture・債務證書 evidence of indebtedness・利息證券或は利益分配證券 certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement・有價證券擔保附證書 collateral trust certificate・權利株 preorganization certificate or subscription・讓渡し得る株式 transferable share・投資契約書 investment contract・議決權信託證書 voting-trust certificate・有價證券預り證書 certificate of deposit・鑛油ガスその他の鑛業權の端數不分割利益 fractional undivided interest in oil, gas or other mineral right」或は一般に「有價證券」として知られるような利益及び證書・受益證券及參加證券・前述のものゝの假り又は臨時證券領收書、保證書、引受及び買入權を意味する」として規定せられる (Sec. act. tit. I. § 2, (1))。然しながらこの中には周知の證券の名稱の外に本法特有の説明的な記述も含まれるために必ずしも明析に有價證券の範圍が限定せられていない⁽³⁾。従つてこれに對して裁判所もこれを制限的に解せず例示的に解しようとする。即ち有價證券の標準についても、形式的な點と同時に實質的な點にも考慮を拂い、投資者が單に利益を得る目的によつて企業の持分として金銭又は財産を投ずるか否か、或は企業そのものについて如何なる程度に統御性を有するか⁽⁴⁾の點に求められる。もし投資者が積極的に經營に参加し企業を統御する場合は、本法による保護の對象たるべき有價證券賣出は存在せず、もし利益のみを得る目的で企業經營について消極的立場に置かれる場合は本法の保護の對象となり得るとするものである。本法が企業そのものに無知な一般大衆を保護せんとする以上蓋し當然であろう。
- (2) 次に「賣出」“sale, sell, offer to sell, offer for sale”とは對價を得て證券又は證券上の利益を賣却又は處分する契約、處分の企圖或は申込、又は買入申込の勧誘を包含するが、證券發行者と引受人との間の豫備的交

涉或は約定はこの限りでない⁽⁴⁾とせられる (sec. act. tit. I, § 2, (3))。

(3) 「引受者」“underwriter”とは證券の募集 the distribution の目的を以て、或は募集に關し發行者のために賣出す目的を以て發行者より買入れた者、或は直接間接にかゝる企てに参加又は嘗て参加した者、かゝる企ての直接間接の引受に参加し又は嘗て参加した者をいう。但しその利益が引受者及び證券業者からの手数料に限定せられ、且つそれが通常の慣習の手數料を超えないものはこの限りでない。なおここに引受者には單に引受者のみならず引受者を支配し又は引受者により支配される者或は發行者と同様の規制を受けるべきものも包含せられる (sec. act. tit. I, § 2, (11))⁽⁵⁾。

この「引受者」法定のために必要な「募集」distribution が何であるかは直接の規定はなく實際上屢々問題點となつた語である。これは公募 public offering と同じく私的賣出 private offering に對する語と同様であつて、相當多數の人員に對する相當多量の證券が提供せられることを意味する。次に買入者が募集の目的か又は單なる投資の目的であるかについては、次のような事項が買入意思の推定のための重要な要素となる。第一の要素はいうまでもなくその證券の取得と轉賣との間の經過期間である。一定期間における證券の保持は必ずしも決定的ではないがかゝる保持期間が長ければそれ丈買入者の投資的意思の推定の根據となるであらう。更に第二の點は、買入者の營業の性質であつて、買入者が制度的投資層或は證券業者でない個人又は商社である時は證券業者である時より遙かに投資的意思の推定において有利となるという點である。次に「引受者」の定義について留意すべき點は、單に證券發行會社からの買入のみならず公募目的を以てする主要株主 controlling stockholder からの買入者をも包含する點である。企業に對してかなりの支配權を有する株主のためにその保有する證券は、たといそれが發行濟證券であつても新たな發行と同様に取扱うことが法の趣旨に合致するから、主要株主は引受

業者の定義に關する限り發行者でありかゝる主要株主のためにその證券賣出をなすものは引受者であるとし、從つてかかる二次的賣出についても届出を必要とするのである。尤も主要株主は引受者の定義の範圍外では發行者ではなく例えは届出書類が發行者により署名を要する場合には署名の權限はないのである。かゝる主要株主を決定すべきその者が有する企業支配力とは、委員會によれば議決權の過半數の保有の如き計數的觀念によつて決定せられるのではなく、議決權を通じてすると契約を以てするとを問はず會社の經營及びその方針を指導しこれに影響を與える如き權限をもつか否かによる。より具體的に述べるならば、届出手數料その他の費用を負擔する限り發行會社をして届出書類の作成及び届出をなさしめ得る如き權限をもつ場合は本法における支配權を有する主要株主であるとせられるのである。

(h) 登録手續—證券の届出は届出書類三通を作成し證券取引委員會に對してなすことを要し、少くともその一通は發行者・主要なる執行役員・經理役員・監査役・會計役員及び取締役會の過半數の署名を必要とする (sec. act. tit. I, § 65 (a)⁽⁶⁾)。登録手續料は賣出價格の一萬分の一、最低二五ドルである。賣出價格は届出前十五日間に賣られた同種の證券の均分化により決定せられる。手續料の納附なきときは届出の効力は停止せられる (§ 6 (b)⁽⁷⁾)。届出書類の記載事項は三十二項目にのぼるがその主要な内容は次のものである (tit. I, schedule A)。

- (1) 發行者、經營者及び主要株主の表示
- (2) 營業の種類
- (3) 資本構成及び證券の種類
- (4) 重要なる契約
- (5) 經營擔當者及び主要株主の持株

- (6) 證券買受權證に關する事項
- (7) 役員の報酬
- (8) 營業上その理由により最近取得した財産
- (9) 引受及び公募の方法及び費用
- (10) 證券發行の目的
- (11) 發起人の報酬
- (12) 認證附會計書類
- (13) 定款・設立契約書その他の主要な書類

然しながらこれについては手續の簡略化のために書類數の單純化及び商工業會社については目論見書を以て主として届出書類の内容とする等の修正措置がなされている。

届出書類の効力の發生は届出後二十日である (§ 8 (a))⁽⁸⁾。一九四〇年の修正によれば正當と認めるときはこれを短縮し得るが、然しこの場合にも投資者が届出證券の性質・發行者の資本構成に及ぼす影響及び證券保有者の權利について充分領知し得ることが容易な程度でなければならぬ。而してかゝる發効日までは何ら證券取引をなすことを得ないのであつて、これを俗に「冷却期間」cooling period と呼んでゐる。(1) 登録書類は本來の發効日の前又は後に修正届出がなされることがあるが發効日前の修正届出あるときはこの修正届出の日を以て届出の日となされる (§ 8 (b))⁽⁹⁾。(2) 既に委員會より停止命令が發せられている場合は委員會が停止命令による修正がなされた旨の宣言の日又は(1)と同じ日までは修正届出は發効しない。而してその間は郵便その他の州際通商機構による證券の賣出はなし得ない (§ 8 (b))⁽⁹⁾。(3) 本法に所謂發効後の修正は發効當時の登録書類に既に存在して

いたが、その後に至るまで發見されなかつた缺陷を修正するためのものであつて發効後の事情の變更に伴う修正ではない。尤も實際上委員會はかゝる發効後の事情變更による修正をも認めているが、然し本來その記述の眞實性は發効日を基準として決定せらるべきものである。従つて記載が少くとも發効日に於て眞實である場合は修正届出の義務はない。たゞその後の事情變更が重要な點に關する場合は目論見書の修正をなすことを要する。かゝる發効後修正届出の發効は委員會の決定による (§ 8 (g)⁽¹⁰⁾)。

届出書類が發効するまでは届出人はそれを撤回し得る。届出が發効しそれによつて賣出が行われている場合或はそれによる賣出が行われていない立證をなし得ない場合は委員會の決定によるが、かゝる撤回を認めるか否かに公益或は投資者に有害であるか否かによる。然し有害證券が既に賣出されている時は委員會は撤回を認めないで、停止命令を出すことが多い。それは撤回を認めるよりも賣出條件の不完全性を廣く一般に公示し得るからである。

目論見書は多數の登録書類を要約して理解に便ならしめるものであつて、これは届出書類の一部ではあるが最も一般的に投資者に提供せられるものであるから、その正確にして公衆をして理解せしめ易いものであることを要する。従つて若干の記載事項は簡略せられているが、たゞ會計事項については届出書類と全くその内容が同一であることを要する (§ 10 (a) (1))。目論見書の署名者も亦その記載事項について民事責任を負う (§ 12)⁽¹¹⁾。更に届出者或は引受者の何れかゞ證券公募を容易ならしめるための價格安定操作を行うときはその第一頁及び第二頁にその旨を記載すべきである。而してそれが發効後十三月を経過する時はその記載事項は使用前十二ヶ月以内の事項を記載すべきものとせられる (§ 10 (b) (1))⁽¹²⁾。

(三) 證券法の適用除外例については適用除外證券と適用除外取引との二種がある。

(1) 詐欺的取引 (85) を除くすべての本法の規定の適用をうけないものとして ① 合衆國・州・領土及びそれらの行政區分或はこれらの關係する公的機構・國制銀行・州制銀行の發行する證券 ② 日常取引に用いられる九ヶ月以内の満期の商業證券 ③ 非營利法人により發せられる證券 ④ 建築融資協會 (building and loan association) その他類似の制度により發行せられる證券で取戻料が三パーセント以下のもの ⑤ 運送業者により發行せられるもの ⑥ 裁判所の許可により破産管財人 (receiver or trustee) の發行する證券 ⑦ 保證證券及び年金契約書 ⑧ 裁判所又は政府の許可により會社整理に際し發行せられる證券 ⑨ 引換の請求に應じ手数料を要せず直接間接に發行者により別個の證券に引換えらるべき證券 ⑩ 發行者が法人であり且つ營業州の居住者にのみ賣付ける發行の一部である證券 (83)。

(2) 登録義務及び目論見書作成及び交付義務 (85) が免除されるべき取引としては次のものがある。

① 發行者・引受者及び證券業者以外の者による取引。即ちこの三者以外の大量株式の保有者は登録及目論見書作成義務はない。⁽¹⁴⁾ 尤もこの發行者中には主要株主 (controlling stockholder) が包含せられることは留意せらるべきである。⁽¹⁵⁾

② 私的賣付は適用除外されるが、既に述べた如くこれと公募との區別は一の問題點となるのであるが次の點が考慮せらる。その第一は買付者の人數及び彼ら相互及び發行者に對する關係である。これはもとより現實に買付けた人數ではなく買付のための提供がなされる人數であるから經驗によつて豫測せられた買入見込者との交渉の結果現實に買入れた者が少數であつても私的賣付とはならない。⁽¹⁶⁾ 更に被提供者と發行者との關係が考慮されねばならない。例えば一般大衆より摘出した若干の者に對する申込の勧誘は公募となるが、發行者について特殊の知識を有する多數人に對する勧誘は公募ではない。例へば提供が前述の制度的投資者に對してなされる場合それら

は一般大衆よりも特殊知識を保有することが多く又特殊の知識を有する他の集團としては會社役員・從業者・主要株主・債權者・引受者・發起人・緣故者・經營上の協力者がこれに入る。⁽¹⁷⁾ 第二に考慮さるべき點は賣出に際しての取扱單位の金額と單位總數の關係であつて、かゝる一單位の金額が大であつても單位總數が少い時は公募とならぬ。第三は提供の規模であるが、これについては公募額が三十萬ドルについては適用排除することが認められている。第四に提供方法であつて既に述べた點と若干の關聯をもつが發行者と買付見込者例えば保險會社との直接交渉は私的賣付と考えられるが、取引所における賣買は公募とせられるが如きである。⁽¹⁸⁾

④ 證券賣買業者 (Dealers) による取引。正當に公募せられた發効日より一年經過後の證券賣買業者による取引であつて、この點については自己の割當を賣捌濟の引受業者は證券賣買業者と同様に取扱われるが、これに反し賣捌濟でない證券は一年經過後と雖も本法の適用を受ける。⁽¹⁹⁾ § 4 (1)。

⑤ 仲介人 (Broker) による取引。これは顧客の指圖によつてなすブローカーの取引である。こゝに仲介人とは通常の仲介以上の何ごともなさず且つ通常の手數料以上の報酬を受けないものに限定せられる。従つてかゝる仲介人が證券賣出團の形成・證券の宣傳・市場化への準備等引受業者類似の行爲をなす時は本法の適用を見るのであり、更にこの排除規定は直接間接にこの指圖の勧誘を行わない場合にのみ適用せられることが留意せられるべきである。⁽²⁰⁾ § 4 (2)。

(ホ) 證券法による制裁としては停止命令・假處分・刑罰・民事的責任の四種がある。

(1) 停止命令 届出書類の重要な事實について不實の記載・誤解を生ぜしめ易い記載・記載洩れがある時は委員會は審問の後その効力の停止のために停止命令を發し得る。⁽²¹⁾ § 8 (2) それはそのような不實又は曖昧な資料に基く證券賣出に關し郵便その他の州際通商機構を用いることを停止させると共に投資者公衆をしてその公募の基

礎たるべき資料の曖昧さを氣付かしめるにある。然しかゝる不實曖昧の記載は重要事項に關するものであるべきであり、かゝる重要事項とは通常の周到な投資者であるならば當然に知ろうと努める點である。而してかゝる停止命令は原則として當事者の善意惡意を問はずたと記載の眞實なるや否やにより發せられる。⁽²³⁾停止命令に不満なものは巡回裁判所 (the Circuit Court of Appeals) に訴を提起し得る (§ 9)。

(2) 假處分 もし現に本法又は委員會に違反し又は違反せんとする者ある時は、委員會は連邦裁判所に對して假處分の申請をなし得ると共に違反の立證を法務總裁 (Attorney General) に委ね得る (§ 20 (b))。⁽²⁵⁾

(3) 刑罰 本法又は委員會規則に故意に違反し或は記載書類に故意に不實の記載又は記載洩れをなした者は五千人以下の罰金又は五年以下の懲役に處せられ時には併科せられる (§ 24)。⁽²⁶⁾

(4) 民事的責任 重要な事實に關する不實の記載又は記載洩れある資料に基いて善意に證券を買入れた者は左の者に對して賠償請求をなし得る。(i)登録書類の署名者、(ii)登録書類の届出の時に於て取締役たる者或はその當時取締役となることを承認し書類に記載せられた者、(iii)登録書類或はそれに関する評價書類を準備し又は立證したる者として記載されることを承認した會計士、技師、評價人その他の専門家、(iv)各引受者。而して以上の者は發行者を除き賠償責任を免れるには次の事實を立證することを要する。(i)發効日以前に届出書類に記載された地位より退き委員會及び發行者に通告をなしたこと、(ii)委員會に對し登録發効の事實を本人が知らざりし旨を通告し且つその事情について正當なる公告をなしたこと、(iii)専門家の援助によらざりし書類についてはその者が正當な調査をなし且つ發効日に於てはそれが眞實であり誤解を生ぜしめざることを信する正當の理由ありしこと、(iv)専門家としては彼により準備或は立證せられた届出書類は發効日に於て眞實にして誤解を生ぜしめざるものであると信じたこと若くは届出書類は専門家としての彼の記述を公正に表現していないこと (§ 11 (a))。而してそ

の損害額は賣出價格と時價又は處分濟價格との差額とせられる(§ 11 (27))。更に目論見書その他の通信については次の如き賠償責任を生ずる。即ち未登録の該當有價證券の賣付、登録證券についての不完全目論見書及び不完全資料の使用、登録證券の賣出前の目論見書交付行為なかりし場合、政府證券及び銀行株を除く證券は登録と未登録とを問わず且つ適用除外證券と否とを問わず虚偽又は誤解を生ぜしめ易い目論見書或は口頭の資料による證券の賣買については民事賠償責任を生ずる。この場合は證券買入者の買入金額及利息につき賠償責任があり買入者が轉賣したる時は損害たる差額について賠償責任がある(§ 12⁽²⁸⁾)。

以上に於てアメリカにおける投資者保護立法のうち特に證券賣出を主眼とせる青空法及び證券法について概観した。この投資者保護の制度については更に第二の點即ち賣出濟證券について主として取引所を媒介とする投資者保護を主眼とする一九三四年の「取引所法」が考察されるべきであるが、これは別の機會に譲ることとする。

- (1) 東京大學社會科學研究所編、行政委員會、昭和二十六年、第一六六頁以下及第三三一頁以下参照。
- (2) 15 USCA 77 f (3) *ibid.* 77 b (1)
- (3) W. M. Fletcher, *Cyclopedia of the law of private corporations*, 1945. vol. 14. § 6745
- (4) 15 USCA 77 b (3) (5) *ibid.* 77 b (11)
- (6) *ibid.* 77 f (a) (7) *ibid.* 77 f (b)
- (8) *ibid.* 77 h (a) (9) *ibid.* 77 h (b)
- (10) *ibid.* 77 h (c) (11) *ibid.* 77 i
- (12) *ibid.* 77 j. Fletcher, *ibid.* § 6756. 2. (13) 15 USCA 77 9.
- (14) *ibid.* 79 d (1) (2) (15) Fletcher, *ibid.* § 6754.

- | | | | |
|------|------------------------|------|------------------------------------|
| (16) | ibid. § 6748. | (17) | ibid. § 6745. |
| (18) | ibid. § 6750. | (19) | 15 USCA 77 d (1) |
| (20) | ibid. 77 d (2) | (22) | ibid. 77 h (d) |
| (23) | Fletcher. ibid. § 6757 | (24) | 15 USCA 77 i |
| (25) | ibid. 77 t (b) | (26) | ibid. 77 X. Fletcher. ibid. § 6774 |
| (27) | USCA 77 k (a) (g) | (28) | ibid. 77 l |