

53.2548

Funktionswandel des Kapitalmarktes und der Effektenbörse

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau

vorgelegt von

Erich Harder

Diplom-Volkswirt aus Konstanz

Konstanz 1952

INHALTSÜBERSICHT

Einleitung

Die drei Stadien des Kapitalmarktes	9
---	---

ERSTER TEIL

Die interventionslose Epoche

1. Kapitel: Kapitalmarkt und Effektenbörse bis 1924

I. Vorläufer des Kapitalmarktes und der Effektenbörse	18
II. Die Anfänge von Kapitalmarkt und Effektenbörse durch die Kreditverschuldung des Staates	20
III. Der Kapitalmarkt als Resultat und Bedingung des auf dem Prinzip der Produktionsumwege beruhenden modernen Wirtschaftsprozesses	22
1. Die Kapitalnachfrage	23
Die Aktiengesellschaften	23
Der Staat	27
Das Ausland	29
2. Das Kapitalangebot	32
Die Sparkassen	33
Die Aktienbanken	35
Die Hypothekenbanken	45
IV. Die Stellung der Reichsbank	49
V. Die Stellung der Effektenbörse	51

2. Kapitel: Kapitalmarkt und Effektenbörse von 1924—1933

I. Der Kapitalbedarf als Folge des Weltkrieges und der Inflation	59
II. Das Zinsproblem	62
III. Die Ursachen der Funktionsbeschränkung von Kapitalmarkt und Effektenbörse	64
IV. Neue Methoden zur Investitionsfinanzierung	70
Die Sparkassen	70
Die Aktienbanken	71
Die Hypothekenbanken	72
Die Spezialinstitute	73
Neue Effektenarten	76
V. Die Struktur der Effektenbörse	77

ZWEITER TEIL

Die Idee des Interventionismus

3. Kapitel: Kapitalmarkt und Effektenbörse von 1933—1948

I. Die Keynes'sche Zinstheorie	77
II. Die Wirtschaftspolitik der Vollbeschäftigung	81
III. Der gelenkte Kapitalmarkt	84
IV. Die Stellung der Reichsbank	91
V. Die Stellung der Effektenbörse	93

DRITTER TEIL

Der gelenkte Kapitalmarkt in der sozialen Marktwirtschaft

4. Kapitel: Kapitalmarkt- und Effektenbörsen-Probleme ab 1948

I. Die Währungsreform	97
II. Die Entwicklung der Effektenmärkte	98
Der Aktienmarkt	99
Der Rentenmarkt	105
III. Die Funktionsfähigkeit von Kapitalmarkt und Effektenbörse und das Zinsproblem	111
IV. Die Stellung der Effektenbörse	123
Die Struktur der Effektenbörse	125
V. Das Großbanksystem und die Stellung der Bank deutscher Länder	126
VI. Kapitalmarktersatz: Die „Kreditanstalt für Wiederaufbau“	131
Schlußbetrachtung	133
Literatur	137

EINLEITUNG

DIE DREI STADIEN DES KAPITALMARKTES

Die Aufgabe der vorliegenden Arbeit ist es zu untersuchen, ob, und wenn ja, auf welche Weise ein Funktionswandel des Kapitalmarktes und der Effektenbörse stattgefunden hat.

Die Voraussetzung dafür ist, daß die Funktionen des Kapitalmarktes und der Effektenbörse klar herausgestellt werden, und daß ganz besonders der Begriff „Kapitalmarkt“ streng umrissen wird.

Wie schon aus dem Wort Kapitalmarkt hervorgeht, handelt es sich um einen Markt im eigentlichen Sinne.

Ein Markt ist volkswirtschaftlich gesehen ein Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage. Die regulative Kraft, welche Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht bringt, ist der Preis. Seit Adam Smith beschäftigt sich die nationalökonomische Theorie mit diesem Problem, denn der Wirtschaftsprozess, der aus einer Vielzahl von Märkten besteht, vollzieht sich nur dann optimal und reibungslos, wenn diese Teilmärkte in sich und in ihrer Koordination im Gleichgewicht sind.

Bei der Untersuchung der Teilmärkte, und ein solcher ist der Kapitalmarkt, muß dieses Koordinationsprinzip immer vor Augen gehalten werden. Funktionsunfähigkeit oder Funktionsbeschränkungen nur eines Teilmarktes bedingen Gleichgewichtsstörungen im Wirtschaftsprozess.

Diese marktmäßige Orientierung und der durch den Preismechanismus ins Gleichgewicht gebrachte Wirtschaftsprozess sind nur in der Ordnungsform der Verkehrswirtschaft denkbar.¹

Walter Eucken² hat in wirklichkeitsnaher und doch abstrakter Weise die theoretisch denkbaren Wirtschaftsordnungen herausgearbeitet. Diese Untersuchungen können als theoretisches Fundament dienen.

Ein entscheidendes Kriterium der Verkehrswirtschaft ist, daß Wirtschaftspläne von jedem Leiter eines Wirtschaftsbetriebes (Unternehmungen jeder Art und Haushalte) aufgestellt werden. Die Geltendmachung des Bedarfes richtet sich nach der

¹) Vom Schwarzmarkt abgesehen.

²) Die Grundlagen der Nationalökonomie, 5. Aufl. Godesberg 1947

jeweils zur Verfügung stehenden Kaufkraft. Dieser stehen die in der Volkswirtschaft vorhandenen Güter und Leistungen gegenüber. Die Koordination geschieht, wie erwähnt, durch den Preis.

Der Preis ist der in Geld ausgedrückte Tauschwert der Güter und Leistungen. Den praktisch unbegrenzten Bedürfnissen stehen die begrenzten Mittel zu deren Befriedigung entgegen. Der Preis bringt diese Knappheit zum Ausdruck und sorgt dafür, daß die vorhandenen Güter und Leistungen in die volkswirtschaftlich rentabelsten Kanäle fließen.

In der modernen Volkswirtschaft repräsentiert das Geld (Münzen, Noten und Giralgeld) in seiner Eigenschaft als „Anweisung auf Güter“ die vorhandenen Kapital- und Konsumgüter. Daher kann jeder Besitzer von Geld im Rahmen der ihm zur Verfügung stehenden Menge Ansprüche auf diese Güter und Leistungen geltend machen. Kaufkräftiges Geld repräsentiert auch Kapital.

Inwieweit jeder einzelne Ansprüche auf die Güter geltend machen kann, hängt von seinem Einkommen ab.

Die Summe sämtlicher Einkommen entspricht in einer im Gleichgewicht befindlichen Volkswirtschaft wertmäßig genau dem Kostenpreis des Sozialproduktes.¹

Die Beträge, die zur Erhaltung des Produktionsapparates dienen, werden dabei schon vor der Auszahlung der Einkommen über die Kostenrechnung abgesetzt. Wird in diesem Status der Volkswirtschaft nicht gespart, sondern von jedem sein Einkommen vollkommen ausgegeben, so wird das gesamte Sozialprodukt konsumiert. Spart nur der Unternehmer, der investieren will, so ist die Größe der Investition durch die gesparte Summe begrenzt.

Sollen die Investitionsvorhaben über den Umfang, der durch die persönliche Sparquote des Unternehmers gesetzt ist, ausgedehnt werden, so müssen weiterhin noch andere Einkommensbezieher sparen und die Sparsummen zeitweise dem Unternehmer überlassen. Hierin liegen die Grundzüge der Kreditgeschäfte.

Kredit ist somit nichts anderes, als einem Dritten zeitweise Kaufkraft zu überlassen. Die Übertragung ist volkswirtschaftlich dann sinnvoll, wenn die so zur Verfügung gestellten Geldkapitalien zur Vornahme von Investitionen eingesetzt werden, die in ihrem Endziel eine bessere Versorgung der Bevölkerung zum Ergebnis haben.

Diese Übertragung geschieht u. a. auf dem Kapitalmarkt. Hier werden Teile der vorhandenen und weiter steigenden Ersparnisse sowie durch Giralgeldschöpfung neu geschaffene Mittel mit der Investitionsfinanzierung in ein harmonisches Verhältnis gebracht, wobei gleichzeitig die durch die Ersparnisbildung und Giralgeldschöpfung bedingten Fristigkeiten mit der Finanzierung abgestimmt werden.²

¹⁾ vergl. Gestrich, H. Kredit und Sparen, Godesberg 1947 p. 47 ff.

²⁾ vergl. „Zur Sanierung des Kapitalmarktes“, München 1950, p. 3

Das Gleichgewicht wird durch den Zins hergestellt.

Diese Umschreibung der Kapitalmarktfunktion ist von grundsätzlicher, theoretischer Bedeutung. Sie reicht aber nicht aus, um den Kapitalmarkt auch begrifflich zu fassen. Dazu erscheint es angebracht, die von Somary eingeführte Terminologie des nicht organisierten und des organisierten Kapitalmarktes aufzugreifen.¹

Letzterer umfaßt die durch Effekten (Dividendenpapiere und Rentenwerte) verbriefte Kapitalvermittlung, wobei hier noch erweiternd hinzugefügt wird, daß auch jene Finanzierungsformen, die später durch Effektenemissionen abgelöst werden sollen, als — wenn auch vorläufige — Kapitalmarktfinanzierungen angesehen werden. Alle anderen langfristigen Beteiligungs- und Kreditverhältnisse werden dem nicht organisierten Kapitalmarkt zugeordnet.

Die wesentlichen Unterschiede beider Märkte sind einmal, daß auf dem nicht organisierten Kapitalmarkt das Kapital nicht nur in Geldform gehandelt wird, sondern ebenso in Sachgüterform und zum zweiten, daß das auf diesem Markt zur Verfügung gestellte Kapital nach der Investition nicht mehr fungibel ist. Bei einer allgemeinen Betrachtungsweise ist es daher zweckmäßiger, von Kapitalmärkten zu sprechen und gleichzeitig hinzuzufügen, welche konkrete Erscheinungsform man ins Auge faßt.

Der nicht organisierte Kapitalmarkt, den man besser als private Kapitalvermittlung bezeichnen würde, ist nur bedingt als Kapitalmarkt aufzufassen, da die Geldkapitalhingabe hier nur eine der Erscheinungsformen der Kapitalgeschäfte darstellt.

Die andere ist die Einbringung von Sachgütern oder auch immaterieller Güter (Patente, Erfindungen usw.).

Charakteristisch für sämtliche Erscheinungsformen der privaten Kapitalvermittlung ist, daß sie langfristig zur Verfügung gestellt werden müssen und die Kapitalgeber an lange Kündigungsfristen gebunden sind. Die einzelnen Anteile können nur sehr langsam, z. B. mittels Abschreibungen, liquidisiert werden. Es handelt sich hier also im eigentlichen Sinne um gar keinen Markt.

Eine Vielzahl gleichartiger Geschäfte, wie sie ein Markt fordert, kann nur insofern statuiert werden, als täglich solche langfristigen Kreditverhältnisse und Beteiligungsverträge mit Kapitaleinschuß abgeschlossen werden.

Die private Kapitalvermittlung umfaßt mithin mannigfaltige Aufspaltungsformen der Kapitalhingabe, wobei alle Geschäfte lediglich einen Kapitaleinschuß als gemeinsame Grundlage haben.

Berechtigen schon diese Tatsachen, hier nur bedingt von einem Kapitalmarkt zu sprechen, so wird der Begriff bei einem Versuch, diesen „Kapitalmarkt“ zu lokalisieren, noch verschwommener.

¹⁾ F. Somary „Bankpolitik“, Tübingen 1930, p. 217

Auf welche Weise und wo spielt sich dieser ab?

Angebot und Nachfrage treffen spontan zusammen und bleiben Einzelgeschäfte. Der Kapitalnachfrager muß sich einen Partner suchen (heute z. B. durch Zeitungsannoncen), der gewillt und befähigt ist, ihm „Kapital“ zur Verfügung zu stellen. Diesem „Kapitalmarkt“ fehlt der räumlich und sachlich sichtbare Niederschlag. Er ist in der gesamten Volkswirtschaft wirksam, ohne daß es gelingt, ihn irgendwo zu fixieren.

Das bedeutende und unterscheidende Wesensmerkmal des organisierten Kapitalmarktes ist dagegen, daß hier die Kapitalaufnahme sofort oder später mittels Effekten vorgenommen wird.

Grundsätzlich bedeutet das, daß eine Geldsumme entweder nachgefragt oder angeboten wird.

Auf dem organisierten Kapitalmarkt ist die Kapitalbeschaffung in der Form ihrer Individualität entkleidet und die Erscheinungsform des Kapitals als Geldkapital eindeutig bestimmt. Im übertragenen Sinne heißt das, daß auf dem unorganisierten Kapitalmarkt das Kapital gewissermaßen in Maßarbeit auf den einzelnen Fall zugeschnitten werden mußte, während es auf dem organisierten konfektioniert wurde.

Angeboten und nachgefragt werden liquide Kapitalbeträge, die zur langfristigen Anlage verwendet werden können.

Die investierten Geldkapitalien bleiben volkswirtschaftlich gesehen ein für allemal festgelegt. Durch die Effektivifizierung des Kapitals wurde aber der Zwang, sich bei der Kapitalhingabe auf lange Zeit mit dem Schicksal des Unternehmens zu binden, gelöst und somit die Kapitalvermittlung entpersönlicht.

Durch die Effekten wird das investierte Kapital ideell gestückelt und entweder mit Anteilsrechten (Aktien und Kuxe) oder mit Gläubigerrechten (Rentenwerte) ausgestattet. Diese Ansprüche können jederzeit formlos übertragen werden.¹ Durch eine sinnvolle Stückelung (heute z. B. bis zu zehn Deutsche Mark) wird ermöglicht, daß weite Bevölkerungskreise in der Lage sind, durch Effektenkauf ihr Sparkapital dem organisierten Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen.

In den Anfangszeiten des Effektenwesens waren die Investitionen von der Ergiebigkeit der Emissionen abhängig.

Die langfristige Kapitalbeschaffung ging der Investition voraus.

Dabei trug der Effektenkäufer das gesamte Risiko. Gelang die Investition, so erhielten dessen Papiere einen fundierten Wert, mißlang sie, so verlor er seinen Kapitaleinsatz.

¹) mit Ausnahme der Namenspapiere, die aber heute auch blanko giriert werden, sodaß die Übertragung ebenfalls sehr vereinfacht ist.

Die Geldbeschaffung durch Emission von Effekten geschieht auf dem Kapitalmarkt im engeren Sinne. Dieser umfaßt die gesamte mittels Effekten vorgenommene langfristige Kapitalaufnahme.

Der Effektenverkehr als solcher aber, d. h. der Effektenverkauf zur Wiederbeschaffung liquiden Geldkapitals, spielt sich auf dem Kapitalverkehrsmarkt ab, dessen Exponent die Effektenbörse ist.

Bis in die zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts bildete der Kapitalmarkt im engeren Sinn zusammen mit dem Kapitalverkehrsmarkt, der sich zu jener Zeit vorzüglich an der Effektenbörse abspielte, den gesamten organisierten Kapitalmarkt. Sofern Bankiers in die Kapitalbeschaffung oder in den Kapitalverkehr eingeschaltet wurden, hatten sie lediglich eine Vermittlerstellung inne bzw. übernahmen Effekten nur im Rahmen des Eigenkapitals. Deshalb muß noch einmal hervorgehoben werden, daß die Ergiebigkeit der Emissionen den Umfang der Investitionen bestimmte. Alle Investitionsvorhaben, die durch Ausgabe von Effekten finanziert werden sollten, waren — mit Ausnahme des dem Investor zur Verfügung stehenden Eigenkapitals — abhängig von den Emissionserlösen.

Mit der Entwicklung des modernen Bankwesens hat sich hier ein genereller Wandel vollzogen. Insbesondere liegt das an der gewandelten Art der Kapitalbeschaffung für die Inangriffnahme der Investitionen. Der Investitionsbeginn ist nun großenteils unabhängig vom Emissionserlös, da die Banken in der Form der Vorfinanzierung die Erstaussstattung der investitionsfreudigen Unternehmer mit Geldkapital vornehmen. Die Emission der Effekten vollzieht sich erst, nachdem der Investitionsprozeß begonnen hat bzw. ein Teil der Produktionsanlagen bereits fertiggestellt ist. Damit wurde das Risiko der Kapitalanlage mittels Effekten für den Effektenkäufer herabgemindert.

Der organisierte Kapitalmarkt wurde mit der Ausdehnung der modernen Bankorganisation durch die Vorfinanzierung — als einer vorgelagerten vorläufigen Finanzierungsform — erweitert, so daß er nunmehr in drei Stadien in Erscheinung tritt:

1. Vorfinanzierung
2. Kapitalmarkt im engeren Sinne
3. Kapitalverkehrsmarkt (Exponent: Effektenbörse).

Diese drei Stadien sollen anschließend in kurzen Zügen grundsätzlich erläutert werden.

Die Möglichkeit der Vorfinanzierung liegt in der Änderung des Zahlungsverkehrs und der damit verbundenen Giralgeldschöpfung.

Der Zahlungsverkehr wurde früher vorwiegend mit Bargeld abgewickelt. Das änderte sich mit dem wachsenden Einfluß der Banken auf den Wirtschaftsprozess. Durch den systematischen Aufbau des gesamten Bankwesens sind diese Institute im Laufe der Zeit immer mehr die Organe des Zahlungsverkehrs geworden. Zur Abwicklung einer Zahlung braucht man daher nicht immer Bargeld, sondern es ge-

nügt eine Umbuchung des jeweiligen Betrages von einem Konto auf das andere. Damit wurde das Bargeld zurückgedrängt und an seine Stelle trat mehr und mehr das Giralgeld.

Die Geldmenge innerhalb einer Volkswirtschaft ist primär durch die Menge des vorhandenen Zentralnotenbankgeldes begrenzt. Jeder Inhaber eines Bankkontos hat Anspruch darauf, daß ihm sein Guthaben (einschließlich der gewährten Bankkredite) in Notenbankgeld ausgehändigt wird.

Nun erwies sich im Laufe der Zeit, daß zur Aufrechterhaltung der Liquidität d. h. zur Zahlungsbereitschaft der Banken, Bankguthaben in Bargeld (Zentralbankgeld) umzutauschen, nicht die gesamten Kontoguthaben mit Zentralbankgeld gedeckt sein müssen, sondern nur ein Teil. Mit anderen Worten heißt das, daß nicht alle Kunden bei der Begebung von Aufträgen und die Empfänger dieser Zahlungen Wert darauf legen, daß die Zahlungen in Notenbankgeld ausgeführt werden. Eine einfache Umbuchung wird bereits als Erfüllung angesehen.

Das Giralgeld entsteht auf dem Kreditweg, indem sich die Banken Kunden gegenüber verpflichten, Zahlungen bis zu einer gewissen Höhe auszuführen.

Die Grenzen der Giralgeldschöpfung sind durch die Liquidität gezogen. Diese wird neben der Erfahrung durch gesetzliche Vorschriften über die sogenannten Mindestreservesätze begrenzt.

Mittels dieser Geldschöpfungsart stellen die Banken den Unternehmungen vorläufig Geldkapital zur Verfügung, das auch für Investitionen verwendet werden kann.

Sichtbar wird der Kapitalmarkt (im engeren Sinne) dabei noch nicht in Anspruch genommen, was auch solange nicht notwendig ist, als die Bankinstitute liquiditätsmäßig in der Lage sind, diese Kredite zu gewähren.

Volkswirtschaftlich gesehen müssen aber — als Voraussetzung zur Aufrechterhaltung des Gleichgewichtes — den zu Investitionszwecken verwendeten Giralgeldmengen Sparsummen in gleicher Höhe gegenüberstehen. In diesem Falle bewirkt das Giralgeld lediglich eine Umlenkung der Produktion, jedoch keine generelle Preisniveauerhöhung, eine Tatsache, die dann eintritt, wenn die Giralgeldmenge unverhältnismäßig über die Gesamtsumme der Sparkapitalien ausgedehnt wird. In gewissem Sinne wird dieser Entwicklung durch die Liquidität der Banken eine Grenze gesetzt.

Die Liquidität aber ist eine Erscheinung des Geldmarktes, dessen Kennzeichen der kurzfristige Geldkapitalaustausch ist. Rein entstehungsmäßig ist das Giralgeld daher Geldmarktkapital. Entspricht aber die gesamte volkswirtschaftliche Sparquote der investierten (oder zu investierenden) Giralgeldmenge, so ist die Vorfinanzierung gerechtfertigt.

Sie ist damit nichts anderes als eine Geldkapitalhingabe auf Grund einer Anhäufung kleinerer Sparquoten. Damit übernehmen die Banken — und nicht mehr die einzelnen Unternehmer — die Sammlung der für die Investition notwendigen Geldkapitalien.

Der Vorteil dieser Finanzierungsart liegt darin, daß die Unternehmungen bei auftretenden Investitionsmöglichkeiten sofort über größere Geldkapitalbeträge verfügen können, was nicht der Fall wäre, wenn sie zuerst auf den Erfolg und die Erlöse der Emissionen warten müßten. Diese Wartezeit übernehmen die Banken.

Die Kapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt im engeren Sinne erfolgt erst im Verlauf oder nach Beendigung der jeweiligen Investitionsprozesse, und zwar durch Emission der den Banken von den Unternehmungen überlassenen Effekten. Das bedeutet, daß der Kapitalmarkt im engeren Sinne erst nach der Aufnahme der Investitionstätigkeit in Anspruch genommen wird. Mithin tragen nunmehr die Kreditinstitute das direkte Risiko des Investitionserfolges und nicht mehr die einzelnen Sparer.

Der Kapitalmarkt im engeren Sinne ist das zweite Erscheinungsstadium des gesamten organisierten Kapitalmarktes.

Eine Teilfunktion seiner gesamten Kapitalbeschaffungsfunktion ist die Abdeckung der bezeichneten Vorfinanzierungskredite durch anlagebereites Geldkapital.

Die mit Giralgeld erstellten Anlagen sind zwar wirkliche Kapitalinvestitionen, die Gelder hierfür können jedoch nur vorläufig festgelegt werden. Die Konsolidierung muß durch dazu befähigte Geldkapitalien erfolgen, d. h. durch Sparmittel, worunter letztlich auch nicht verkonsumierte Gewinne fallen, die zum Ankauf von Effekten dienen.

Mit der Abdeckung der Debetsalden verbessert sich — ceteris paribus — die Liquidität der Banken, so daß von der Ergiebigkeit der Emission die weiteren Vorfinanzierungen abhängig sind.

Der Kapitalmarkt im engeren Sinne wird jedoch nicht nur zur Konsolidierung der von den Kreditbanken gewährten Investitionskredite in Anspruch genommen, sondern auch zur Kapitalaufnahme für Investitionsvorhaben jener Wirtschaftseinheiten, die nicht an der Vorfinanzierung partizipieren oder nicht partizipieren können. Insbesondere wird hierbei an die Hypothekenbanken und an die Deckung des langfristigen Kapitalbedarfs der öffentlichen Hand gedacht.

Daß schließlich auch Unternehmungen, von denen bereits Effekten im Umlauf sind, durch Auflage neuer Serien (Kapitalerhöhung) direkt an den Kapitalmarkt im engeren Sinne herantreten können, sei nur am Rande vermerkt.

Aus diesen Ausführungen ergibt sich, daß die Funktion des Kapitalmarktes im engeren Sinne ist, anlageberechtigtes Geldkapital zu beschaffen, und zwar in dem Ausmaße, wie es von den Kapitalnachfragern zur Konsolidierung der Vorfinanzierungskredite oder für die jeweils anfallenden Investitionsvorhaben, die direkt über den Kapitalmarkt im engeren Sinne finanziert werden sollen, benötigt wird.

Hiermit erweist es sich, daß die oben¹ angeführte Funktionsbeschreibung in allen Teilen aufrechterhalten werden kann.

¹) Seite 10

Damit ist aber die Umgrenzung des organisierten Kapitalmarktes noch nicht vollständig. Neben die Kapitalbeschaffung tritt der Kapitalverkehr, der durch die Effektivisierung ermöglicht wird. Dieser Kapitalverkehrsmarkt, dessen Exponent die Effektenbörse ist, ist das dritte Erscheinungsstadium des organisierten Kapitalmarktes.

Hier kann das liquide Geldkapital, das durch die Investitionen illiquidisiert wurde, gleichsam wieder in kurzfristiges Geldkapital transformiert werden, und zwar deshalb, weil die durch Effekten verbrieften Ansprüche auf bereits investiertes Geldkapital negotiierbar sind, ohne daß dabei der Produktionsapparat berührt wird.

Die Gewähr dauernder Verkaufsmöglichkeiten bietet nur ein Markt. Dieser Markt, der sämtliche Reaktionen von Angebot und Nachfrage registriert und somit als der ausgefeiltste Markt der Volkswirtschaft anzusehen ist, ist die Effektenbörse.

Normalerweise finden die Börsenzusammenkünfte täglich¹ statt. Das besagt, daß innerhalb kürzester Zeit Angebot und Nachfrage in konzentrierter Form zusammengeführt und zum Ausgleich gebracht werden.

Im Hinblick auf die Vorzüge des organisierten Kapitalmarktes gegenüber der privaten Kapitalvermittlung bedeutet die Schaffung des täglichen Ausgleichs, daß das investierte und durch Effekten repräsentierte Geldkapital kurzfristig wieder liquidisiert werden kann.

Die Liquidisierungsfunktion ist somit das wesentliche Kennzeichen des Kapitalverkehrsmarktes. Dabei ist zu berücksichtigen, daß heute die Liquidisierung nicht mehr allein an der Börse geschieht, sondern zum Teil auch in den Banken.² Naturgemäß hängt die Erfüllung dieser Funktion von einer Bewertung der Effekten ab.

Diese geschieht dadurch, daß der Kurs, der diese Bewertung zum Ausdruck bringt, an der Börse nach marktmäßigen Gesichtspunkten gebildet wird.³

Je größer Angebot und Nachfrage sind, desto genauer wird die Kursfestsetzung, so daß die Umsatzfunktion der Börse als weitere Voraussetzung zu ihrer Funktionsfähigkeit hinzukommt. Der Einfluß dieser Funktion auf den Kapitalmarkt ist um so bedeutender, je weiter die Streuung der Effekten ist.

Somit liegt hier gleichzeitig eine Mobilisierung von Kapitalteilchen vor, deren rentabelste Anlage über den Kapitalmarkt garantiert wird.

Dadurch erfolgt weiter eine regionale Nivellierung von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage. Durch andere Institutionen, z. B. durch den nicht

¹⁾ Zu manchen Zeiten fanden an den größeren Börsen täglich zwei Zusammenkünfte statt, z. B. Frankfurt a. M. u. Berlin, neben der „Vormittagsbörse“ noch die sog. „Nachmittagsbörse“.

²⁾ s. u. p. 53 ff.

³⁾ Für die Kursfestsetzung wird auf die Untersuchung von W. Prion „Die Preisbildung an der Wertpapierbörse“, 1. Aufl. Leipzig 1910, 2. Aufl. München u. Leipzig 1929, hingewiesen.

organisierten Kapitalmarkt, kann dieser regionale Ausgleich nicht umfassend stattfinden. Eine funktionsfähige Börse dagegen lenkt das Kapital aus kapitalmäßig starken Gebieten in mit Kapital weniger gut versorgte Regionen. Dadurch kommen neben der nationalen auch die internationalen Kapitalverflechtungen zustande. In Bezug auf diese letzte Feststellung kann der Börse eine gewisse Kapitalbeschaffungsfunktion nicht abgesprochen werden.

Diese Börsenfunktionen können in zwei Gruppen zusammengefaßt werden:

I. Die formellen Funktionen

- 1) Liquidisierungsfunktion
- 2) Kursbildungsfunktion
- 3) Umsatzfunktion

II. Die materiellen Funktionen

- 1) regionale Kapitalausgleichsfunktion
- 2) bedingte Kapitalbeschaffungsfunktion.

Die materiellen Funktionen sind nur dann relevant, wenn die Emissionen direkt über die Effektenbörse gehen, also nicht bei den Banken zur Zeichnung aufgelegt oder direkt zum Kauf angeboten werden.¹

Mit diesen Ausführungen wurde der organisierte Kapitalmarkt mit seinen drei Erscheinungsformen: der Vorfinanzierung, dem Kapitalmarkt im engeren Sinne (Kapitalbeschaffungsmarkt) und dem Kapitalverkehrsmarkt, dessen Exponent die Effektenbörse ist, herausgestellt.

Im weiteren wurde auf die starke Stellung der Banken bei der Investitionsfinanzierung hingewiesen sowie deren Einfluß auf den Kapitalverkehrsmarkt angedeutet.

Das ermöglicht es, den organisierten Kapitalmarkt auch zu fixieren. Er ist hauptsächlich in den Banken lokalisiert und in der Effektenbörse konzentriert.

Den Entwicklungsprozeß von den Anfängen des organisierten Kapitalmarktes und der Effektenbörse zu der vorbeschriebenen durchorganisierten, lokalisierten und konzentrierten Form darzustellen, insbesondere im Hinblick auf die Funktionswandlungen, -beschränkungen und -verschiebungen, wie sie volkswirtschaftlich bezüglich der Wirtschaftsordnung, aber auch zum Teil als Folge einzelwirtschaftlicher Veränderungen verursacht wurden, wird als Aufgabe der vorliegenden Arbeit betrachtet.

¹⁾ Eine eingehende Behandlung der Börsenfunktion siehe unten p. 51 ff.

ERSTER TEIL

DIE INTERVENTIONSLOSE EPOCHE

1. Kapitel:

Kapitalmarkt und Effektenbörse bis 1924

I. Vorläufer des Kapitalmarktes und der Effektenbörse

Ehrenberg versucht in seinem Buch „Das Zeitalter der Fugger“¹ den Nachweis zu führen, daß im Mittelalter schon ein Kapitalmarkt und „Kapital“börsen vorhanden waren. Die Kriterien einer Börse gibt er in seiner Definition, die unter dem Abschnitt: „Die Anfänge der Kapitalbörse“ steht. Hier heißt es: „Als Börse hat man zu betrachten jede in kurzen Zeitabständen, meist täglich wiederkehrende Versammlung von Kaufleuten und anderen beim Handel beteiligten Personen zum Zwecke des Abschlusses von Handelsgeschäften ohne gleichzeitige Vorzeigung, Übergabe und Bezahlung der Ware“. ² Diese Voraussetzung legt er den weiteren Untersuchungen zugrunde, so daß er ohne Zweifel zu dem Ergebnis kommen mußte, daß solche Börsen bereits im Mittelalter bestanden.

Diese Definition mag für eine Warenbörse genügen. Die Effektenbörse kann zufolge der oben angeführten Funktionen hierunter nicht subsumiert werden, da sie nicht allein auf Grund äußerer Merkmale definiert werden kann. Sie erfordert vielmehr die Existenz eines Kapitalmarktes.

Die Voraussetzungen dazu waren im Mittelalter noch nicht gegeben.

Das in diesem Zeitraum blühende Kreditgeschäft, besonders unter den Fuggern, aber auch anderer deutscher, italienischer und spanischer Handelshäuser, war kein Kapitalmarkt in dem hier verstandenen Sinne. Es handelte sich mehr oder weniger um private Darlehnsgeschäfte zwischen den finanzkräftigen Handelshäusern und den regierenden Fürsten.

Soweit das Eigenkapital der Handelshäuser nicht ausreichte, nahmen sie Kredite auf. Auf Grund ihrer Marktstellung, ihres Ansehens und ihrer Bonität wurde ihnen gegen Kreditbriefe (Wechsel) Geldkapital zu einem relativ niederen Zins überlassen. Da sie eine gewisse monopolistische Stellung im Geldhandel einnahmen, konnten sie dieses Kapital zu höheren Sätzen weiterleihen.

Das Finanz- und Steuerwesen steckte noch in den ersten Anfängen. Die Stände konnten wohl den „gemeinen Pfennig“ bewilligen, aber die Aufbringung war dann das eigentliche Problem. So blieb den Fürsten nichts anderes übrig, als zur Deckung ihres Geldbedarfes kapitalkräftige Leute zu suchen. Diese fanden sie in den weit über die Grenzen hinaus bekannten Handelshäusern. Hier nahmen sie Darlehen auf, die sie durch Verpfändung von Bergwerken und Regalien sicherten.

¹⁾ Ehrenberg, Das Zeitalter der Fugger. Geldkapital und Creditverkehr im 16. Jahrhundert, Jena 1912

²⁾ a. a. O. p. 50

Für diese Kapitalvermittlung bestand bereits ein Zins. Nachdem das klerikale Zinsverbot, das aus der These: Geld kann kein Geld schaffen, abgeleitet wurde, aufgehoben war, nahm der Geldhandel einen gewissen Aufschwung. Die Verzinsung kann mit 10—15% angenommen werden. ¹ Da sich diese Geschäfte als lukrativ erwiesen, wandten sich die Handelshäuser — unter Vernachlässigung ihrer bisherigen Tätigkeit — mehr und mehr der Geldvermittlung zu.

Diese verbrieften Forderungsrechte können jedoch nicht als Effekten angesehen werden. Zwar berichtet Ehrenberg ² von einem „Fuggerbrief“, der als sichere Kapitalsanlage galt. Ferner von einem Rentenbrief auf ein spanisches Haus in Sevilla ³, der zu 50% seines Nominalwertes gehandelt wurde. Es ist aber nicht bekannt, ob diese Briefe eine feste Stückelung hatten. Vielmehr ist anzunehmen, daß sie auf gelegentlich aufgenommene Beträge lauteten, bei deren Veräußerung der Gläubiger nur einen gewissen Prozentsatz des Nennwertes erhielt.

Auch die vom gleichen Verfasser ⁴ angeführten Börsen können nicht als solche im heutigen Sinn verstanden werden. Meist waren sie Versammlungen von Kaufleuten, die sich an gewissen Orten und zu gewissen Zeiten zum Austausch von Wechseln trafen. Man wird sich aber schwer entschließen können, Ehrenberg beizupflichten, daß diese Versammlungen Kapital- bzw. Effektenbörsen waren.

Auch die von John Law in Paris exerzierten Kreditmanipulationen mit Ausgabe von Wertpapieren auf die Mississippi-Gesellschaft und deren Handel an der durch ihn gegründeten Bank waren nichts anderes als ein verunglückter Versuch, einen Kapitalmarkt mit funktionsfähiger Effektenbörse zu inszenieren. Sie müssen als phantastischer Versuch einer großangelegten Spekulation gewertet werden, dem die realen Grundlagen fehlten. Dadurch war das ganze „System“ zum Scheitern verurteilt. ⁵

Kapitalmarkt und Effektenbörse können noch nicht bestanden haben, da ihre Grundlage ein funktionierendes Geld- und Kreditwesen sowie ein in weitgehender Arbeitsteilung aufgebauter Produktionsprozeß sind. Erst wenn das Geldkapital „rückversetzt“ wird, wenn Produktionsumwege eingeschlagen werden, und wenn die dazu notwendigen Mittel durch Konsumaufschub bzw. Konsumverzicht jeder Art bereitgestellt werden, sind Kapitalmarkt und Effektenbörse denkbar.

Die hier aufgezeigten Kreditgeschäfte können daher nur als Vorläufer gewertet werden. — Die Anfänge von Kapitalmarkt und Effektenbörse liegen in der Kreditverschuldung des Staates, die mit dem 18. Jahrhundert beginnt. Die eigentliche Funktionsfähigkeit und wirkliche Existenzgrundlage erhalten beide aber erst mit der Industrialisierung.

¹⁾ Ehrenberg, a. a. O., p. 97, 136 usw.

²⁾ a. a. O. p. 71

³⁾ a. a. O. p. 172 ff.

⁴⁾ a. a. O. p. 75 ff.

⁵⁾ vgl. E. Samhaber, „Der Magier des Kredits“, Glück und Unglück des John Law of Lauriston, München 1941.

II. Die Anfänge von Kapitalmarkt und Effektenbörse durch die Kreditverschuldung des Staates

Kapitalmarkt und Effektenbörse sind aus der staatlichen Kreditverschuldung hervorgegangen. Vor der Industrialisierung war die Finanzierung der Privatwirtschaft, die auf Handel, Gewerbe und Landwirtschaft beschränkt war, mit eigenen Mitteln möglich. Dagegen war der Staat schon frühzeitig gezwungen, sich durch Kredite die notwendigen Gelder für den außerordentlichen Staatsbedarf (z. B. Kriege usw.) zu beschaffen, weil die regulären Einnahmequellen aus Steuern und steuerähnlichen Abgaben nicht mehr ausreichten. Bezeichnend ist, daß diese Kredite fast ausschließlich zu konsumtiven Zwecken verwandt wurden.

Die ersten organisierten Kreditverschuldungen hatten die Form von Staatsrentenwerten. Die Gründung einer Anzahl von Börsen ist dieser festverzinslichen Effektenart zuzuschreiben. So z. B. die Londoner Börse, die 1697 gegründet wurde und ursprünglich lediglich der Unterbringung englischer Staatsscheine dienen sollte.¹ Ferner die Wiener Börse, deren erste Aufgabe es war, dem Staat als Geldschöpfungsquelle zu dienen. Sie sollte die schon bereits im Umlauf befindlichen aber stark entwerteten Staatsschuldverschreibungen stützen². Aber auch an deutschen Börsen, wie z. B. an der Frankfurter Börse, wurden im 18. Jahrhundert ausschließlich festverzinsliche Staatspapiere gehandelt³. Im Gegensatz zu der Zeit, in der die Börsen ihre volle Funktionsfähigkeit hatten, waren die Gründungsmotive fast ausschließlich die der Kapitalbeschaffung.

Meist wurden die Mittel durch freiwillige Zeichnung aufgebracht. Waren damit aber nicht genügend Gelder zu bekommen, so konnte der Staat, wie es sich bis heute noch erhalten hat, sich durch Zwangsanleihen die notwendigen Finanzierungsmittel beschaffen.

Bereits Franz I. von Frankreich verschaffte sich dadurch Geld, daß er den ausländischen Geldgebern drohte, sie aus den Lyoner Geldgeschäften auszuweisen, sofern sie ihm nicht die geforderten Beträge überließen. Ebenso verfuhr die Habsburger Dynastie. Sie stellte ihre Finanziere vor die Alternative, entweder neue Kredite zu geben oder vollständiger Verfall der bereits gewährten.

In Deutschland darf die Berliner Börse als erste Gründung ihrer Art angenommen werden. Wie die holländischen, flandrischen, französischen und italienischen Börsen, diente sie ursprünglich dem Abschluß von Wechselgeschäften. Diese Börsenversammlungen fanden seit 1739 statt. Um die gleiche Zeit kann die Entstehung von Börsen in Frankfurt a. M., Hamburg, München, Düsseldorf und Stuttgart angenommen werden. Über die genauen Gründungsjahre ist allerdings nichts bekannt.

¹⁾ Mottram, „Wesen und Geschichte der Finanzspekulation“, übersetzt von Leibs 1931, p. 193.

²⁾ E. Scheffer, „Das Bankwesen in Österreich“, 1924, p. 103.

³⁾ Mitteilungen der Industrie- und Handelskammer, Frankfurt a. M. Nr. 7, vom 1. 4. 1951 — Sonderausgabe: Die Börse.

Nach dem Ingangkommen des Börsenverkehrs sicherte sich der Staat seinen Einfluß auf den Kapitalmarkt, indem er seine Papiere als pupillen- oder mündelsicher deklarierte. Diese konnten somit von den Banken als Deckungsreserve benutzt werden. — Diese Papiere dienten zur Anlage von Mündelgeldern, so daß darin bereits eine gewisse Sparpolitik gesehen werden kann. Selbstverständlich legten auch andere Kapitalbesitzer ihr Geld in diesen staatsgarantierten Effekten an.

Die Rentenpapiere des Staates sind immer festverzinslich und belasten somit durch den Zinsaufwand den Etat. Doch liegen diese Werte meist unter dem üblichen Zinsfuß oder werden unter den allgemeinen Marktzinssatz konvertiert, da der Anreiz zur Zeichnung hier nicht allein in der Rendite, sondern in der Sicherheit liegt.

Aus den Kursbewegungen der Staatsanleihen kann daher in etwa der Marktzinssatz abgeleitet werden¹.

Tabelle des durchschnittlichen Kursstandes festverzinslicher Anleihen
(4 % ab 1843 3 1/2 %)²

1790	98	1870	78
1815	79	1880	98
1821	70	1891	100
1835	93	1896	114
1841	104	1901	98
1851	89	1911	76

Von Ende des 18. bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts waren besonders die preussischen Staatsanleihen gesuchte Anlagewerte, da der oberste Grundsatz der preussischen Staatsschuldenpolitik der eines unverschuldeten Haushaltes war.

Neben dem Staat traten nach und nach die öffentlichen und halböffentlichen Körperschaften, sowie die sich langsam entwickelnden Industrieunternehmen zur Befriedigung ihres Kapitalbedarfes an den Kapitalmarkt heran. Um den zu emitierenden Wertpapieren eine größere Sicherheit zu verleihen, wurden in Deutschland im Gegensatz zu England und Frankreich Spezialinstitute gegründet. So hat Friedrich der Große die preussischen Landschaften ins Leben gerufen, die die Kreditversorgung der Landwirtschaft und Gutswirtschaft in die Hände nahmen. Um die Mitte des 19. Jahrhunderts wurden die Hypothekenbanken gegründet, die zur Abdeckung der Realkredite Pfandbriefe ausgaben und somit ebenfalls mit festverzinslichen Werten auf dem Kapitalmarkt erschienen.

Nachdem durch das langsame Emporkommen des Aktienwesens die Kapitalbeschaffung durch Teilhaberschaft neben die durch Kreditverschuldung getreten ist, stand der Staat nunmehr nur noch als gleichberechtigter Partner neben der privaten Wirtschaft.

¹⁾ Die ersten bekannten Kursnotierungen stammen von Staatspapieren.

²⁾ Mössner K. E., „Staatskredit, Kapitalmarkt und Konversion“ in: Probleme und Aufgaben des deutschen Geld- und Kreditwesens, Berlin 1942, p. 174.

III. Der Kapitalmarkt als Resultat und Bedingung des auf dem Prinzip der Produktionsumwege beruhenden modernen Wirtschaftsprozesses.

Die bisher behandelte Kreditverschuldung kann nur als Anfang des Kapitalmarktes angesehen werden. Wie alle Formen des Daseins müssen sich auch die Formen der Wirtschaft entwickeln. Dieser Entwicklung unterlagen auch der Kapitalmarkt und die Effektenbörse.

Die Funktion des Kapitalmarktes ist, wie oben ausgeführt wurde, die in der Volkswirtschaft und in der Weltwirtschaft vorhandenen Kapitalteilchen zu sammeln und in jene Kanäle des Wirtschaftsprozesses zu lenken, in denen sie die produktivste Verwendung finden. Die Auswirkung dieser Funktion ist eine Ausdehnung des Wirtschaftsprozesses. Nur dadurch, daß gegenwärtige Güter und Leistungen zurückversetzt werden, daß also, um mit Böhm-Bawerk zu sprechen, Produktionsumwege eingeschlagen werden können, ist eine Besserversorgung möglich. Die Voraussetzungen hierzu sind, daß zugunsten der Zukunftsversorgung gegenwärtig ein Konsumverzicht stattfindet.

Die gesparten Güter werden in der modernen Volkswirtschaft nicht real, sondern in Form von Geld jenen Wirtschaftseinheiten zur Verfügung gestellt, die gewillt und befähigt sind, Produktionsumwege einzuschlagen. Diese sind wiederum abhängig von dem technischen Stand, der rechtlichen, sozialen und wirtschaftlichen Ordnung der Volkswirtschaft und dem Umfang des arbeitsteiligen Aufbaues des Wirtschaftsprozesses.

Mit wachsendem technischem Wissen wächst die Kapitalanforderung, denn nur mit Hilfe des vorhandenen Kapitals kann dieses Wissen auch angewandt werden. Dadurch wird der Wirtschaftsprozess immer arbeitsteiliger mit dem Ergebnis, daß auch die Gesamtproduktivität steigt.

Die Zurverfügungstellung der für diese Anforderungen notwendigen Mittel geschieht zum Teil über den Kapitalmarkt. Seine Existenz ist daher abhängig von einem wie oben skizzierten Wirtschaftsprozess. Er ermöglicht die Trennung der Unternehmer- und Kapitalbesitzer-Funktion. Diese Trennung ist jedoch nur dann möglich, wenn ein Markt vorhanden ist, der das Kapital, das von der einen Seite gesucht und von der anderen angeboten wird, vermittelt. Die Trennung in Unternehmer und Kapitalbesitzer vollzog sich in großem Umfange aber erst mit der Industrialisierung. Da ein Markt eine Vielzahl gleichartiger Geschäfte fordert, konnte der Kapitalmarkt auch erst mit dieser vollkommen existent werden.

Vor der Effektivierung konnte Kapital nur durch persönliche Beziehungen zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber beschafft werden. Da die beiden Partner sich in der Regel bekannt waren, bestand zwischen ihnen eine direkte Verbindung. Jeder, der Kapital benötigte, mußte sich einen Kontrahenten suchen, der gewillt

war, ihm dasselbe zur Verfügung zu stellen. Die Bedingungen für die Ausleihe wurden gegenseitig ausgehandelt.

Mit dem Aufkommen des Effektenwesens wurde die Kapitalvermittlung entpersönlicht. Damit wurde der Kreis des Kapitalhandels erweitert. Jeder Bankier vermittelt nun auf Grund von Sicherheiten Geld. Geldkapital wurde somit zu einem Marktgegenstand. Eine große Anzahl Kapitalbesitzer und eine weitere große Zahl von Kapitalnachfragern stehen sich nun unbekannt gegenüber. Das direkte Vertrauensverhältnis wird ersetzt durch das Vertrauen in die Funktion eines Marktes, nämlich des Kapitalmarktes.

Mit diesen Ausführungen wurden gleichzeitig noch einmal die Funktionen des Kapitalmarktes verdeutlicht und dessen Existenzgrundlage, die die moderne arbeitsteilige auf dem Prinzip der Produktionsumwege beruhende Wirtschaft ist, bewiesen. Der Kapitalmarkt ist das Resultat des modernen Wirtschaftsprozesses.

Gleichzeitig ist er auch, wie kurz ausgeführt wurde, Bedingung desselben. Nur durch das Vorhandensein eines solchen Marktes ist es möglich, den Wirtschaftsprozess nach dem Stand des technischen Wissens auszudehnen. Die Befriedigung des Kapitalbedarfes kann im modernen Wirtschaftsprozess nur über den Kapitalmarkt vorgenommen werden. Die nachfolgende Untersuchung muß deshalb von der Kapitalnachfrage- und von der Kapitalangebotsseite her durchgeführt werden. Nur auf diese Weise kann das Koordinationsprinzip, also die Funktion des Marktes, herausgearbeitet werden.

1. Die Kapitalnachfrage

Die Aktiengesellschaften

Die Forderung des englischen Liberalismus und später der französischen Revolution nach Freiheit der Person und des Eigentums zerstörte die alte Wirtschaftsverfassung und legte den zur Industrialisierung notwendigen Grundstock.

In Deutschland wurde der Wandel durch die „Revolution von oben“, durch die Stein-Hardenbergsche Reform vollzogen. Ein Anstoß sind die industriellen Erfolge Englands gewesen, dessen Wirtschaftsordnung auf der Freihandelslehre von Smith aufgebaut war. Man vertraute dem automatischen Ablauf des Wirtschaftsprozesses, der sich auf Grund bestimmter Naturgesetze selbst regelt. Die Maximen der sogenannten „Klassischen Schule“, nach denen sich der Wirtschaftsablauf lediglich nach Angebot und Nachfrage richtet, wurden auch in Deutschland aufgegriffen.

Der Staat, der im späten Mittelalter rege am Wirtschaftsprozess beteiligt war, war nunmehr nur noch gleichberechtigter Partner neben der privaten Wirtschaft. Der wirtschaftliche Aufschwung wurde durch den privaten Unternehmer eingeleitet und vollzogen.

Im Hinblick auf die industriellen Fortschritte im Ausland, besonders in England, war die Industrialisierung in Deutschland noch gering.

Kapitalmarkt und Effektenbörse standen in ihrem Anfangsstadium. Insbesondere fehlten Institutionen, die für die Kapitalansammlung Sorge trugen. Ebenso waren die Spartätigkeit der breiten Kreise und das Bankwesen noch nicht so ausgeprägt, daß die mit einer Industrialisierung verbundene Kapitalnachfrage hätte befriedigt werden können. Im wesentlichen war das Kapitalangebot auf die bereits oben erwähnten Träger beschränkt, zu denen sich im Laufe der Zeit das Privatbankiertum gesellte.

Daneben fehlte es an einer Unternehmungsform, die es auch dem privaten Unternehmer ermöglichte, bei der Mittelbeschaffung gewisse umfassendere Sicherheiten zu bieten. Erst durch die Ausbreitung der Aktiengesellschaft waren die Voraussetzungen, die für Großbetriebe notwendig sind, geschaffen. Abgesehen von einigen Handelsgesellschaften und Banken, z. B. der Bank von England, gegründet 1694, Banque Royal, gegründet 1727, konnte sie bis zur Neuzeit keine große Bedeutung erlangen.

Die angeführten Institute waren zumeist staatliche Gründungen (eine Ausnahme war z. B. die Bank von England), so daß ursprünglich der Staat diese Unternehmungsform für sich in Anspruch nahm. Dieses Reservat blieb bis ins 19. Jahrhundert bestehen. Dann setzte sich die Aktiengesellschaft auch für private Unternehmungen durch. Ihr Anwendungsbereich erstreckte sich hauptsächlich auf Eisenbahn-, Handels- und Versicherungsgesellschaften.

Vor allem war es wichtig, daß die Aktiengesellschaft allen privaten Unternehmen zugänglich gemacht wurde. Das war aber doch noch nicht der Fall.

Sie bedurfte der staatlichen Konzession, die allerdings zu einer Zeit, als die Aktien-Gesellschaftsform noch nicht in größerem Umfange angewandt werden konnte, relativ leicht zu erhalten war. Nachdem insbesondere Preußen das Heranwachsen von Großbetrieben in dieser erstmals im Code de Commerce 1807 kodifizierten Gesellschaftsform sah, wurde darin eine Art „Nebenregime im Staat“ gesehen, was dazu führte, daß die Konzession mehr als notwendig versagt wurde. In gewisser Hinsicht war das berechtigt, da gerade die Aktiengesellschaft allzu oft zu Spekulationszwecken benutzt wurde.

Die Höhe des Grundkapitals war für die Gründung noch nicht gesetzlich festgelegt. Es wurde durch den aufgebrachtten Betrag bestimmt. Bis 1838 war weiterhin auch keine volle Einzahlung des Aktiennominalwertes erforderlich, sondern lediglich eine Rate von 10 Prozent. Hierdurch war die Kapitalbeschaffung sehr schleppend. Die Aktien waren ausschließlich Namensaktien, so daß die Weiterbegebung mit Schwierigkeiten verbunden war. Die verschiedenen Krisen nach den napoleonischen Kriegen machten es vielen Aktionären unmöglich, ihre Verpflichtungen voll zu erfüllen. Da an einen Verkauf der Papiere aus dem obengenannten Grunde kaum zu denken war, blieb den Gesellschaften nichts anderes übrig, als diese einzuziehen. Der einbezahlte Betrag wurde rechtlich zwar der Gesellschaft zugesprochen, womit aber das Finanzierungsproblem in keiner Weise gelöst war. Die Aktiengesellschaft als solche war, durch diese Verhältnisse bedingt, zu dieser

Zeit immer eine sanierungsbedürftige und keinerlei sicherheitsverbürgende Unternehmungsform. Somit fehlte ihr das Vertrauen der wenigen Kapitalbesitzer. Diese legten ihr Geld lieber in Anleihen an, die auf Grund der Staatsgarantie oder der dinglichen Sicherung ein wesentlich höheres Vertrauen genossen. Außerdem haftete den Rentenwerten ein Rückforderungsrecht des Nominalbetrages in bar an, sofern der Zinsendienst drei Monate nach Fälligkeit nicht geleistet war. Zieht man zur Beurteilung der Aktie diese Gesichtspunkte mit heran, so zeigt sich, daß für den Anreiz und das Vertrauen zu dieser Kapitalsanlage erhöhte Sicherheit und schnelle Umsatzmöglichkeit geboten werden mußten. Der preußische Staat übernahm daher für einen Teil der privaten Eisenbahnaktien die Garantie, daß der Nominalwert dieser Papiere durch vorhandene Vermögen gedeckt ist. Diese galten somit neben den Anleihe-Papieren auch als mündelsicher. Die Folge davon war eine ungeheure Spekulation, jedoch nicht nur in den garantierten Papieren, sondern auch in solchen, deren Garantierung man erwartete. Die Kurse stiegen ins Unverantwortliche. Das Ergebnis war der erste große Börsenkrach dieser Epoche, der durch zwei Erlasse des preußischen Finanzministeriums vom Februar und März 1844 ausgelöst wurde.

In diesen Erlassen wurde einmal das Termingeschäft und dann der Ankauf und Handel von Aktien nichtkonzessionierter Bahngesellschaften verboten. Die Kurseinbrüche waren enorm und zerrütteten die ohnehin auf schwachen Füßen stehende Effektenbörse und somit den Kapitalmarkt. Das Ansehen der Aktien fiel so weit, daß ein Zeitgenosse konstatierte, der Aktienhandel habe sich nun „überlebt“¹⁾.

Da Preußen keine weiteren Garantien übernahm, mußten die Gesellschaften neue Wege suchen, um die Aktien dem Publikum schmackhaft zu machen. Zuerst wurde die Fungibilität durch leichtere Umbuchung im Aktienbuch vergrößert. Später ging man zur Ausgabe von Inhaberpapieren über. Schließlich wurden um 1850 neben den Stammaktien Prioritätsaktien geschaffen. Da trotz aller Hindernisse die Industrialisierung gewisse Fortschritte machte, konnten durch Selbstfinanzierung die Aktien gestärkt und dadurch die Kurse gestützt werden. Allerdings war auch in der Folgezeit der reale Wert der Aktie schwer zu bestimmen, da die Publizitätspflicht noch nicht in dem heute geforderten Ausmaß notwendig war. Auch dadurch wurde der Handel erschwert, so daß in gewissem Sinne nur „insider“ Aktien übernehmen konnten. Nicht zuletzt ist auch diese Tatsache damit in Verbindung zu bringen, daß die Unternehmungen zumeist in Abhängigkeit von den Ständen waren.

Schließlich war die Kapitalbeschaffung mittels der Aktien deshalb so schwierig, weil diese Gesellschaften meist nur auf Zeit und zu einem bestimmten Zweck gegründet wurden und nach dessen Erfüllung liquidierten.

Ein weiteres Hindernis waren die politischen Zustände, die in Deutschland herrschten. Mit dem 1833 gegründeten Zollverein wurde zwar ein größeres wirt-

¹⁾ Schick E., „Handbuch des deutschen Staatspapier- und Aktienhandels“, Leipzig 1849.

schaftliches Gebiet geschaffen und somit der Wirtschaftsablauf erleichtert. Trotzdem war die Kapitalbeschaffung so schwierig, daß an einen regionalen Kapitalaustausch nicht zu denken war. Man muß sich die wirtschaftlichen Zustände des damaligen Deutschlands mit seinen vielen Kleinstaaten vergegenwärtigen, um die langsame Entwicklung des Wirtschaftsprozesses und auch der Aktiengesellschaften zu verstehen.

Das Geldwesen war uneinheitlich. Zwar herrschte in Norddeutschland die Talerwährung vor und in Süddeutschland der Gulden, aber trotzdem bestanden noch eine große Anzahl anderer Währungen. Die Bevölkerung betrug ca. 35 Millionen, von denen 28 Prozent¹ in Städten lebten. 72 Prozent waren Landbewohner. Die besondere Gesinnungsart des deutschen Bauern liegt darin, daß er in der Scholle die Heimat sieht. Sein Trachten und Arbeiten beschränkt sich auf den Hof. Sein Interesse und die Möglichkeit für die Kapitalbildung ist auf den Eigenbedarf begrenzt. Man wird daher nicht fehlgreifen, wenn man behauptet, daß diese die Mehrzahl ausmachende Bevölkerungsschicht nicht nur keine Kapitalanbieter, sondern vielmehr noch Kapitalnachfrager waren. Dabei soll nur auf die von Raiffeisen gegründeten ländlichen Kredit-Genossenschaften sowie die schon erwähnten Landschaften hingewiesen werden.

Der Kapitalreichtum wird von Schmoller² für Preußen mit ca. 720 Mark pro Kopf der Bevölkerung angenommen (um 1850). Für England gibt er für die gleiche Zeit 2860 Mark an, d. h., der deutsche Kapitalreichtum war ca. 25 Prozent des englischen.

Deutensprechend war die Differenz der industriellen Leistungsfähigkeit. Die Produktion an Roheisen betrug 1850 5,8 Millionen Tonnen (1900 110 Millionen Tonnen). Von 1835—1855 wurden 398 km Eisenbahnlinien gebaut.

In Preußen bestanden im Jahre 1800 fünf Aktiengesellschaften mit 0,5 Millionen Kapital. Von 1800—1825 wurden 16 konzessioniert und gegründet, die ein Kapital von 11 Millionen auf sich vereinigten. Von 1826—1850 wurden weitere 102 Gesellschaften mit zusammen 638 Millionen gegründet. Von 1851—1870 wurden weitere 295 Aktiengesellschaften mit einem Aktienkapital von 2440 Millionen ins Leben gerufen. Davon entfielen 1020 Millionen auf Eisenbahngesellschaften, die bis ca. 1870 den Hauptteil des gesamten Aktienkapitals auf sich vereinigten.

Bis 1865 wurden 13900 km und bis 1875 27981 km Eisenbahnlinien gebaut.

Es wäre müßig, hier weitere statistische Unterlagen für die Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft anzuführen, da diese Zahlen den für die vorliegende Untersuchung notwendigen Überblick geben, um die Ausdehnung des Produktionsvolumens aufzuzeigen.

Gerade der strukturelle Aufbau ist für die Lösung der Problemstellung von wesentlicher Bedeutung, denn nur dieser läßt Rückschlüsse zu, wie der Kapitalbedarf geltend gemacht und auf welche Weise er gedeckt wurde.

¹⁾ Sombart, W., „Der moderne Kapitalismus“, Band 2, p. 17.

²⁾ Schmoller, „Grundriß der Volkswirtschaftslehre“, Band 2, 6. Aufl., Leipzig 1904.

Die Kapitalnachfrage ging in der Hauptsache von der privaten Wirtschaft aus. Die deutschen Staaten hielten sich vom Wirtschaftsprozess weitgehend fern und beschränkten sich auf die ihnen von Staats wegen zufallenden wirtschaftlichen Aufgaben. Der Wirtschaftsprozess lief nach dem bekannten Schlagwort „laissez faire“ ab. Jeder einzelne konnte in der vorhandenen Wirtschaftsordnung im Rahmen seines Unternehmens seinen Bedarf an Konsumgütern oder Produktionsmitteln auf die ihm gefällige Weise geltend machen oder das von ihm verfügbare Kapital auf seine Art anlegen.

Der Staat

Der Staat hat durch seine Gesetzgebungsgewalt zu jeder Zeit die Macht, in den Wirtschaftsprozess regulierend einzugreifen. Anfänglich machte er von diesem „Recht“ keinen oder nur geringen Gebrauch. Die Entwicklung lehrt aber, daß sich der Staat in zunehmendem Maße an der Wirtschaft beteiligt und in steigendem Umfang auf Wirtschaftsgebiete übergreift, die an sich dem privaten Unternehmertum zustehen würden.

Bis 1870 überließ der Staat den Wirtschaftsablauf sich selbst. Es genügt, wenn wir die Konzessionspflicht der Aktiengesellschaft erwähnen. Diese Maßnahme war an sich nicht so wirtschaftswidrig, wie es erscheinen mag, da gerade diese Gesellschaftsform von den Banken bevorzugt wurde. Da Aktien-Banken in der Regel ein Notenausgaberecht beanspruchten, mußten gewisse präventive Vorschriften vorhanden sein.

Bei der Anleiheaufnahme trat der Staat als gleichberechtigter Partner neben die private Wirtschaft. Seine Rentenwerte erfreuten sich auf Grund der Mündelsicherheit großen Vertrauens. Das war aber der einzige Vorzug, den diese Papiere von Staats wegen hatten.

Die zunehmende private Effektemission wurde bald eine Konkurrenz der Staatspapiere. Neben der durch die Kapitalansammlung erreichten größeren Sicherheit warfen diese Papiere auch eine höhere Rendite ab. Durch den immer größer werdenden Produktionsapparat schon vor 1870 wurde auch der Kapitalbedarf der privaten Wirtschaft größer, so daß für diese Zeit eine steigende Tendenz des Zinsfußes zu verzeichnen ist¹. Steigender Zins bedeutet aber für festverzinsliche Effekten einen Kursrückgang. Dadurch erfuhren die Anleihewerte des Staates eine Minderbewertung.

Für die vorliegende Untersuchung ist besonders die Kapitalmarktstellung des Reiches nach 1870 interessant. Das Reich und Preußen waren nach der Reichsgründung in totaler Kapitalabhängigkeit der Banken. Die Kapitalbedürfnisse wurden durch das „Preußenkonsortium“, das unter Führung der Discotogesellschaft stand, nach dessen Gutdünken befriedigt. Später trat die Deutsche

¹⁾ Schmalenbach, E., „Kapital - Kredit - Zins“, Leipzig 1933, p. 216 f.

Bank an diese Stelle. Die Tendenz der zunehmenden Kapitalabhängigkeit des Reiches von den Großbanken bestand bis 1914.

Preußen versuchte durch das Einschalten der „Seehandlung“ in den Kapitalmarkt, sich von der Abhängigkeit zu befreien. Während das Reich bis 1914 seinen Kapitalbedarf nur über die Banken geltend machen konnte, war es Preußen nach 1871 möglich, sich wieder direkt in den Kapitalmarkt einzuschalten.

Forschen wir nach den Motiven, die diesen Zustand aufkommen und erhalten ließen, so muß vor allem die Auffassung, die der Staat von der Wirtschaft hatte, erklärt werden.

Mit Ausnahme einer kurzen Epoche zu Anfang des Bismarck-Reiches, die Eucken¹ den „Interventionismus der Staatsraison“ nennt, war das private Unternehmertum Träger der wirtschaftlichen Entwicklung. Der Staat griff nur in den Wirtschaftsprozess ein, wenn es seine eigenen Belange erforderten. Seine Gesetzgebungsgewalt (z. B. Hypothekengesetz, Börsengesetz usw.), wandte er dann an, wenn Auswüchse der Wirtschaft zu vermeiden oder zu bekämpfen waren. Der Staat stellte also lediglich Mißstände des Wirtschaftsablaufes fest und bekämpfte diese, sobald sie der Mehrheit privater Unternehmer zuwider liefen, ohne die Absicht, dadurch die Wirtschaft zu lenken. Diese gesetzgeberischen Wirtschaftsregelungen richteten sich nicht gegen das private Unternehmertum, es waren keine Vorhaben, die dieses verdrängen, sondern die es festigen sollten. Trotz dieser gesetzlichen Eingriffe wurden die Wirtschaftspläne von den einzelnen Unternehmern aufgestellt. Hierzu steht die im zweiten Teil noch zu behandelnde interventionistische Epoche im Gegensatz, in welcher der Staat die Entscheidungen über den Wirtschaftsablauf fällt und das private Unternehmertum in mehr oder weniger großem Ausmaß ausführendes Organ dieser staatlichen Wirtschaftspläne war.

Der Umfang, in welchem das Reich seinen Kapitalbedarf auf dem Kapitalmarkt geltend machte, geht aus folgenden Zahlen hervor: Der Umlauf an Schuldverschreibungen und festverzinslichen Schatzanweisungen betrug am 31. 12. 1912 in Prozent des Gesamtumlaufes an festverzinslichen Werten 9,9 Prozent. Auf das Reich entfiel also kaum ein Zehntel des auf diese Weise geltend gemachten Kapitalbedarfes bzw. der auf dem Kapitalmarkt befriedigten Kapitalnachfrage.

Die Länder vereinigten 30,3 Prozent² auf sich. Das Reich hielt sich folglich nach Möglichkeit aus der Wirtschaft fern. Demgegenüber waren zu dieser Zeit die Länder, Gemeinden und die öffentlichen Körperschaften in privater Rechtsform rege am Wirtschaftsprozess beteiligt. Das Investitionsprogramm dieser Körperschaften beschränkte sich jedoch in der Hauptsache auf soziale Einrichtungen (Schulen,

¹) Eucken, W., „Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus“. Weltw.-Archiv, Band 36, 1932, II, p. 297 ff.

²) „Umlauf deutscher Schuldverschreibungen“ in: Einvierteljahreshäfte zur Konjunkturforschung, 1930, Nr. 39.

Krankenhäuser usw.), die von der privaten Wirtschaft nicht übernommen werden konnten.

Selbst während des Weltkrieges war es nicht notwendig, eine generell zentrale Wirtschafts- und Kapitalmarktpolitik zu betreiben. — Auf diese Tatsache wird noch bei der Behandlung des Kapitalangebotes näher einzugehen sein.

Faßt man die für die Untersuchung über den Funktionswandel von Kapitalmarkt und Effektenbörse hier gemachten Ausführungen über die Stellung des Staates im Wirtschaftsprozess und die staatliche Wirtschaftspolitik, denen ganz besondere Bedeutung zuerkannt werden muß, zusammen, so sieht man, daß der Staat noch keine oder nur unbedeutende Wirtschaftspolitik betrieb. Er war vielmehr gleichberechtigter Kapitalnachfrager mit der privaten Wirtschaft und unterwarf sich wie diese dem marktmäßig organisierten Wirtschaftsprozess. Staat und Wirtschaft waren getrennt. Die Befriedigung seines Kapitalbedarfes erfolgte durch freiwillige Zeichnung seiner Anleihen. Diese waren, wie die Privatpapiere, den konjunkturellen Einflüssen unterworfen.

Der mit bedeutendste Eingriff in den Kapitalmarkt dieser Zeit war die Schließung der Börsen im Weltkrieg. Dadurch wurde Handel und Umsatz von privaten Effekten unmöglich gemacht und so das Augenmerk des Publikums auf die Kriegsanleihen gelenkt. Da aber der moderne Krieg ungeheure Kapitalanforderungen stellt und immer eine zentrale Wirtschaftspolitik fordert, so können diese Kapitalmarktmanipulationen aus der Betrachtung ausgeschlossen werden.

Inwieweit der Staat durch die Reichsbank auf den Kapitalmarkt wirken konnte, wird unten noch zu erläutern sein¹.

Das Ausland

Eine Untersuchung über die Nachfragekonstellation auf dem deutschen Kapitalmarkt wäre unvollständig, würde man nicht den vom Ausland geltend gemachten Bedarf berücksichtigen.

Die marktmäßige Orientierung der einzelnen Volkswirtschaften und der gesamten Weltwirtschaft gestattete ohne weiteres einen internationalen Kapitalverkehr. Die Bedingungen waren lediglich das Ansehen und die Vertrauenswürdigkeit des ausländischen Schuldners und ein gewisses Zinsgefälle vom kapitalnachfragenden zum kapitalgebenden Land. Das Transferproblem war durch den Wechselkurs zu lösen. Mit der Einführung der Goldwährung in einer Reihe von Ländern wurde die Abhängigkeit vom Wechselkurs auf die Goldpunkte beschränkt. In Ausnahmefällen konnte auch Gold exportiert oder importiert werden.

Im Rahmen dieser Arbeit kann jedoch nicht auf die Theorien des Kapitaltransfers eingegangen werden. Es genügt die Feststellung, daß vor dem Weltkrieg der

¹) siehe unten p. 49 ff.

Kapitalverkehr, von gewissen Hemmungen abgesehen, ungehindert stattfinden konnte. Von staatlicher Seite standen ihm weder Devisengesetzgebung und Kontingentierungen noch andere beschränkende Bestimmungen entgegen.

Zu Anfang des 19. Jahrhunderts war es besonders die Frankfurter Börse, oder genauer ausgedrückt, das Bankhaus Rothschild, das man mit der dortigen Börse identifizieren konnte, welche die ausländische Kapitalnachfrage befriedigte. Rothschild übernahm Anleihen fast aller europäischen und überseeischen Länder. So wurden bereits 1820 Effekten der Österreichischen Nationalbank gehandelt und notiert. 1848 kamen die ersten sechszehnten Stocks der Vereinigten Staaten auf den Markt¹.

Die ins Auge fallende hohe Kapitalbefriedigung ausländischer Nachfrager resultierte nicht zuletzt aus der Unzulänglichkeit des deutschen Effektenwesens und aus der nur zögernd beginnenden Industrialisierung.

Dieser Kapitalhandel war bis zum Weltkrieg kein Ausnahmefall. Vielmehr wurde gerade nach der Reichsgründung ein bedeutender Teil des deutschen Geldkapitals in ausländischen Werten angelegt, ein Beweis der Kapitalkraft des deutschen Volkes zu jener Zeit. Diese war ihrerseits das Ergebnis des marktmäßig ausgerichteten Wirtschaftsprozesses, der eine Ansammlung von Sparbeträgen und deren Anlage in der rentabelsten Verwendung ermöglichte.

Folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Entwicklung des deutschen Geldvermögens zwischen 1893 und 1913. Bei einem relativ gleichbleibenden Geldwert ist das Geldvermögen um das zweieinhalbfache gestiegen. 1893 ist der ausländische Wertpapierbestand über ein Drittel höher als der von inländischen Aktien. Trotz der ungeheueren Entwicklung der deutschen Industrie in diesen Jahren konnte die deutsche Kapitalanlage im Ausland stetig zunehmen. Sie muß als echte Sparbildung gewertet werden, da die deutsche Währung stabil war und an „Kapitalflucht“ noch nicht gedacht wurde.

Bei der Betrachtung der Vorweltkriegs-Zahlungsbilanzen findet man, daß Deutschland ein Gläubigerland war.

Der Weltkrieg und seine Folgen vernichteten nun nicht nur die inländischen, sondern auch die von Deutschen im Ausland gehaltenen Kapitalanlagen.

Die nicht in Wertpapieren verbriefenen Forderungen an Feindstaaten sowie in deutschem Eigentum befindlichen, aber in Tresoren feindlicher Länder lagernden Wertpapiere waren von vornherein wertlos geworden. Die in Deutschland ruhenden ausländischen Effekten aber mußten zur Devisenbeschaffung an neutralen Börsen verkauft werden.

¹⁾ „300 Jahre Frankfurter Börse“ (ohne Verfasser), in: Mitteilungen der Industrie- und Handelskammer Frankfurt a. M., Nr. 7 vom 1. 4. 1951, Sonderausgabe: Die Börse.

Das deutsche Geldvermögen zwischen 1893 und 1913¹

	Bestand in Md. Mark Ende			Zunahme in Md. Mark		Zunahme in % des Bestands von 1893
	1893	1903	1913	1893-03	1903-13	
Umlauf an Geldstücken	3,1	4,5	6,6	1,4	2,1	111
Bankdepósitos †	1,7	4,7	12,3	3,0	7,6	647
Spareinlagen	7,0	13,1	23,3	6,1	10,2	233
Kapital-Anlage der Versicherungen	2,0	4,0	8,2	2,0	4,2	307
Umlauf aus Inlands-Schuldverschreibg.						
Reich	1,9	3,1	4,8 ††	1,2	1,7	154
Bundesstaaten	9,6	11,8	15,9 ††	2,2	4,1	66
Gemeinden	1,5	3,0	5,3 ††	1,5	2,3	255
Öffentl. Hand zus.	13,0	17,9	26,0 ††	4,9	8,1	100
Industrie-Obligationen	1,3	2,3	4,6 ††	1,0	2,3	254
Pfandbriefe	6,5	10,7	16,0 ††	4,2	5,3	144
Kom. Obligationen	0,3	0,8	2,0 ††	0,5	1,2	577
Inlands-Schuldverschreibung. zus.	21,1	31,7	49,2	10,6	17,5	134
Abzügl. des Besitzes von Geldanstalten	2,4	4,6	8,6	2,6	4,0	258
Publikumsbesitz *	18,7	27,1	40,6	8,4	13,5	117
Ausländische Wertpapiere †††	10,0	15,0	20,0	5,0	5,0	100
Inlandsaktien	6,0	11,0	16,5	5,0	5,5	175
Privat. Hypotheken	12,0	19,0	25,0	7,0	6,0	104
Geldvermög. insges.	60,5	98,4	152,5	37,9	54,1	152

Zeichenerklärung zur Tabelle:

† = Guthaben von Banken möglichst ausgeschaltet, †† = 1912, ††† = einschließlich Aktien.

*) in den Händen von Personen und privaten Wirtschaftseinheiten.

¹⁾ Krämer, K., in „Sparkasse“ Nr. 11, Jahrg. 1937, Entnommen: Keiser, G., „Kreditverschuldung und Zins“ usw. in: „Probleme und Aufgaben des deutschen Geld und Kreditwesens“, Berlin 1942.

Deutschland ging aus dem Weltkrieg als Schuldnerland hervor. Die kapitalmäßige Vormachtstellung, und eine solche kann der deutschen Wirtschaft zuerkannt werden, wurde gebrochen und vom Ausland, besonders von Amerika und England, übernommen.

Bis 1924 hörte der Kapitalstrom vom und ins Ausland auf. Erst mit der Stabilisierung und der Klärung der Reparationszahlungen durch den Dawes-Plan sowie durch eine gewaltmäßig erzwungene Wiedereinführung der Goldwährung kamen die Kapitalverflechtungen zwischen Deutschland und dem Auslande wieder zustande. Die Mittel und Wege hierzu werden im nächsten Kapitel aufzuzeigen sein.

Es soll hier lediglich erwähnt werden, daß mit dem ersten Weltkrieg die marktmäßige internationale Kapitalverflechtung aufgehört hat und bis heute nicht mehr realisiert werden konnte.

Die bisherigen Ausführungen über die Kapitalnachfrage zeigen, daß diese nach konkurrenzmäßigen Gesichtspunkten für alle auf diesem Markt auftretenden Nachfrager vor sich ging. Es galt durch die Güte der Wertpapiere das Vertrauen des Publikums zu erringen. Nur auf diese Weise konnte die Nachfrage einen Erfolg erzielen. Marktmäßiger Zins und Sicherheiten waren dazu die Voraussetzungen.

Die Kapitalnachfrage der privaten Wirtschaft, des Staates oder des Auslandes richtete sich nun zumeist nicht direkt an das Publikum, sondern über Banken oder bankähnliche Institute an dieses.

Bei den folgenden Ausführungen über das Kapitalangebot muß daher diesen Institutionen das besondere Augenmerk geschenkt werden.

2. Das Kapitalangebot

Wie in dem obigen Abschnitt abschließend festgestellt wurde, soll bei der Behandlung des Kapitalangebotes nicht die primäre Kapitalbildung, also der Sparprozeß der Bevölkerung untersucht werden, sondern jene Institute, die direkt am Kapitalmarkt und der Effektenbörse beteiligt sind und die in dieser Zeit vordringlich den Ablauf des Kapitalmarktes bestimmten. Dabei darf das Sparen nicht unberücksichtigt bleiben, da das Funktionieren von Kapitalmarkt und Effektenbörse vom Sparwillen und der Sparfähigkeit der Bevölkerung abhängig ist. Voraussetzung dafür ist jedoch nicht allein, daß gespart wird, sondern daß die Sparbeträge — besonders die des breiten Publikums — in Effekten angelegt werden.

Da aber ein großer Teil der Sparsummen von Sparkassen verwaltet wird, die zwar nicht vollkommen, aber doch zu einem Teil von diesen über den Kapitalmarkt angelegt werden, müssen diese Institute in die Betrachtung mit eingeschlossen werden.

Die Sparkassen

Die Sparkassen entwickelten sich aus privaten Vereins- und Stiftungskassen, die Ende des 18. Jahrhunderts zum Zwecke der Unterstützung armer Bevölkerungsschichten gegründet wurden¹. Bereits zwei Dezennien später übernahmen diese Kassen neben ihrer bisherigen eigentlichen Aufgabe, der Sammlung von Sparbeiträgen und Förderung des Spargedankens, kreditwirtschaftliche Funktionen (z. B. Spar- und Leihkasse Kiel 1796), ohne aber großen Einfluß auf die Kreditwirtschaft zu bekommen. Dies hing damit zusammen, daß die Einlagen durch Satzung nach oben hin begrenzt waren. Bei Erreichung einer bestimmten Einlagenhöhe mußte der Sparer entweder aufhören zu sparen oder, nach anderen Satzungen, den Betrag abheben und andere Anlage suchen. Dadurch war das Geschäft für diese Institute unrentabel. Dem Sparer konnte daher nur ein geringer Zins vergütet werden. Erst als man sich über diese Bestimmungen hinwegsetzte, bestand auf Grund der höheren Umsätze und der durch die Aufnahme von Kreditgeschäften steigenden Gewinne die Möglichkeit, den Zinssatz zu erhöhen und so Anreiz zum Sparen zu bieten.

Die Grundlage für Aktivgeschäfte der Sparkassen wurde durch die Stein-Hardenbergsche Reform geschaffen, da von diesem Augenblick an die Sparkassen als Selbstverwaltungsinstitute innerhalb der Gemeinden aufgebaut werden konnten. Dadurch waren die notwendigen Garantien für ordnungsgemäße und pflichtbewußte Verwaltung der Einlagen geschaffen.

Durch die Konkurrenz, die den Sparkassen durch das Aufkommen der Kreditgenossenschaften erwachsen ist, entstanden neue Aufgaben, nicht nur in organisatorischer Hinsicht, sondern auch im Hinblick auf die Gestaltung der Kreditgeschäfte. Der Aufgabenbereich der Sparkassen erweiterte sich so sukzessive, die kreditwirtschaftlichen Funktionen mußten gleichberechtigt neben die Weckung des Spargedankens treten.

Das Hauptgeschäft sowohl der öffentlichen als auch der privaten Sparkassen besteht in direkten Kreditverpflichtungen. Trotzdem beteiligen sie sich am organisierten Kapitalmarkt.

Bis zum Weltkrieg stellten die Sparkassen dem Kapitalmarkt durch Ankauf von Wertpapieren im Durchschnitt für die Jahre 1856—1913 25,6 Prozent ihrer Gesamteinlagen zur Verfügung. In absoluten Zahlen ausgedrückt waren es 1856 26 Millionen und 1913 ca. 3,9 Milliarden, bei einer gesamten Kredithingabe von 91 Millionen bzw. 13 415,8 Millionen².

Da die Sparkassen bis zum Weltkrieg in der Hauptsache ihre Mittel auf dem nichtorganisierten Kapitalmarkt, d. h. in Form von Direktkrediten der Wirtschaft zur Verfügung stellten, entlasteten sie damit den organisierten Kapitalmarkt.

¹) vgl. Statuten der Hamburger Sparkasse, gegründet 1778, zitiert bei H. Will, a. a. O. p. 63.

²) Will a. a. O. p. 84, Die deutschen Sparkassen.

Der Umfang des Geschäftsbereiches der Sparkassen geht aus folgender Summenbilanz sämtlicher deutscher Sparkassen hervor, die auf Ende 1913 aufgestellt wurde.

Summenbilanz der deutschen Sparkassen 1913

Aktiva	Mill. M.	%	Passiva	Mill. M.	%
Kasse	234	1,2	Reserven	922	4,6
Wechsel	102	0,5	Spareinlagen	19034	94,7
Darlehen	466	2,3	Giroeinlagen	64	0,3
Hypotheken	12722	63,3	Sonstige	92	0,4
Wertpapiere	3910	19,4			
Kommunalanleihen	2318	11,5			
Sonstige	360	1,8			
	20112	100,0		20112	100,0

Die Spareinlagen entfielen auf ca. 25 Mill. Sparbücher. 1918 verteilten sich die 31750 Millionen Einlagen auf ca. 32750 Millionen Sparbücher. Gerade aus diesen Zahlen geht hervor, daß es die Tätigkeit der Sparkassen war, kleine und kleinste Sparbeträge zu sammeln. Um so bemerkenswerter ist es, daß diese 1913 über 3,9 Milliarden Mark dem Kapitalmarkt zuführten.

Die Spartätigkeit der deutschen Bevölkerung hat auch im Kriege nicht abgenommen.

Durch die steigenden Einlagen war es diesen Instituten möglich, ca. 25 Prozent der gesamten Kriegsanleihen zu übernehmen bzw. die Papiere bei ihren Einlegern zu placieren.

Die gesetzlichen Grundlagen für das Effektengeschäft sind in einer Verordnung von 1909 verankert, mit welcher sie die Erlaubnis zur Verwaltung und Verwahrung mündelsicherer Wertpapiere erhielten. Durch eine Ermächtigung von 1915 wurden die Arten der Papiere auf Kriegsanleihen erweitert.

Trotzdem konnten die Sparkassen bis 1919 nicht direkt an den Kapitalmarkt herantreten bzw. Börsengeschäfte abwickeln. Durch einen Erlaß vom 31. 10. 1919 (Verordnung über Maßnahmen gegen die Kapitalflucht) wurden die Sparkassen durch die vollständige Freigabe des Depot- und Effektenemissionsgeschäftes, allerdings unter Ausschaltung spekulativer Geschäfte, in den organisierten Kapitalmarkt miteinbezogen. Es besteht aber kein Zweifel, daß mit dieser Maßnahme über das Ziel hinausgeschossen wurde, denn gerade hierdurch verloren diese Institute ihren eigentlichen Charakter und wurden mehr und mehr zu Kreditinstituten. Ein Ministerialerlaß vom 15. 4. 1921 bekämpfte deshalb die sich anbahnenden Auswüchse. Der errungene Bankcharakter wurde aber nicht vollkommen negiert. Lediglich Ge-

schäfte, „die mit der ursprünglichen Aufgabe der Sparkassen, den Sparsinn zu fördern und als öffentliche Kreditinstitute zu dienen, unvereinbar sind“, sollten nicht mehr statthaft sein.

Die Aktienbanken

Die wichtigsten Institute auf dem Kapitalmarkt sind die Aktienbanken.

Ursprünglich wurden Kapitalbeschaffungen und Börsenumsätze durch die privaten Bankiers vorgenommen. Wie bereits erwähnt, konnte z. B. die Frankfurter Börse in den ersten Jahrzehnten des 18. Jahrhunderts mit dem Hause Rothschild identifiziert werden.

Das Privatbankiertum entwickelte sich aus dem Geldwechselgeschäft, das bei der Verworrenheit und Vielzahl von Münzen und Geldsorten ein einträgliches Unternehmen war. Den eigentlichen Bankcharakter nahmen diese privaten Häuser erst mit dem Aufkommen des Effektenwesens an. Die durch das Wechselgeschäft gemachten großen Gewinne verschafften den Privatbankiers eine solche Kapitalkraft, daß sie bis zu Beginn des 19. Jahrhunderts als Emissionshäuser für Staatsanleihen verschiedener Staaten figurieren konnten, indem sie die Papiere auf eigene Rechnung übernahmen und sie nach und nach in den Verkehr brachten.

Das Bankhaus Bethmann war das erste in Deutschland, das eine Darlehenssumme in Einzelschuldverschreibungen à 1000 fl.¹ zerlegte. Die dadurch erreichte Verkehrsfähigkeit machte diese Papiere zur Kursnotierung geeignet.

Bis 1815 konnten von diesem Bankhaus auf dem Anleihenwege 42275000 fl. österreichische Anleihen placiert werden (Bethmännische Obligationen).

In der Folgezeit übernahm das Haus Rothschild das Frankfurter Bank- und Börsengeschäft. Die Rothschilds gaben ihrem Bankhaus internationales Format. Neben dem Hauptsitz in Frankfurt hatten sie weitere Banken z. B. in Paris, London und Wien. Dadurch kontrollierten sie fast den gesamten europäischen Kapitalverkehr, der in der Hauptsache auf Staatspapiere beschränkt war. In der Zeit von 1826—1855 brachten die Rothschilds allein oder in Verbindung mit anderen Bankfirmen rund 700 Millionen Staatsanleihen in den Verkehr.

Das Privatbankgewerbe wurde von den Aktienbanken im Laufe der Zeit teilweise abgelöst. Es wurde entweder niederkonkurriert oder im Zuge der noch zu untersuchenden Konzentrationsbewegungen des deutschen Bankgewerbes in die Großbanken aufgenommen.

Der Anstoß zur Gründung von Aktienbanken erfolgte durch die Umgründung der „Königlichen Bank von Preußen“ in die „Preußische Bank-Aktiengesellschaft“

¹⁾ Grunelius, Die Wiederbelebung des Frankfurter Privatbankgeschäftes, Diss. Freiburg i. Br. 1925, p. 10.

im Jahre 1847. Hauptaktionär an dieser Bank war der Staat. Der Rest der Aktien wurde von den Gründern übernommen.

In der Folgezeit wurden in sämtlichen deutschen Ländern Aktienbanken gegründet. Dabei lassen sich nach dem Geschäftsbereich zwei Arten unterscheiden:

Aktienbanken mit Notenausgabe,
Aktienbanken ohne Notenausgabe.

Die Gründung beider Arten war konzessionspflichtig. Während in Preußen lange Zeit nur die oben erwähnte Notenbank als Aktiengesellschaft bestand, wurde in den übrigen deutschen Kleinstaaten die Konzession zur Gründung solcher Institute leichter gegeben.

Bis 1848 bestanden neben der Preußischen Notenbank noch solche in Stettin, München und Leipzig. 1870 waren es 31. Die Noten der einzelnen Banken wurden oft nur in dem betreffenden Land, in dem die Bank ihren Sitz hatte, angenommen. Es bedarf keiner weiteren Ausführungen, um zu erkennen, daß die Entwicklung eines zentralen Kapitalmarktes unter den gegebenen Umständen gehemmt war.

Daher wurde in Preußen durch einen Regierungserlaß vom 27. 3. 1870 die Entstehung künftiger Notenbanken in Preußen von der zu erwartenden Bundesgesetzgebung abhängig gemacht. Nach der Reichsgründung wurde diese gesetzliche Regelung auf alle deutschen Länder ausgedehnt.

Da in den Krisenjahren 1871—1873 die meisten Notenbanken versagten, sah sich die damalige Regierung gezwungen, eine ernsthafte Reform des Notenbankwesens vorzunehmen. Durch Bundesgesetz vom 14. 3. 1875 wurde die Reichsbank als Notenbank anerkannt, ohne ihr jedoch eine volle monopolistische Stellung einzuräumen.

Neben ihr bestanden noch 31 Notenbanken, die formell das Recht zur Notenausgabe hatten. Bis zum Bundesnotenbankgesetz verzichteten 14 auf die Ausübung ihrer Befugnisse. Die restlichen waren zum Teil eine lästige und nicht zu unterschätzende Konkurrenz für die neu gegründete Reichsbank. Vor allem hintertrieben sie die durch die Reichsbank zum ersten Mal betriebene Diskontopolitik durch Unterbietung des Diskontsatzes. Am 7. 5. 1899 wurde daher durch eine Novelle zum Reichsbankgesetz verfügt, daß es den übrigen Notenbanken verboten ist, den Diskontsatz der Zentralbank zu unterbieten, sobald dieser vier Prozent erreicht oder überstiegen hat. Damit war diesen Banken ein großer Schlag versetzt, denn der Verdienst bzw. der Gewinn dieser Banken lag in der ungedeckten Notenausgabe, sofern diese Noten vom Publikum angenommen wurden. Um ihre Noten in den Verkehr zu bringen, gaben diese Zettelbanken Kredite mit niedrigem Zinsfuß. Die Beschneidung der Möglichkeit, „billiges Geld“ zu schaffen, reduzierte den Geschäftsgang erheblich. Bis zum Weltkrieg betrug der Anteil der bis dahin noch bestehenden vier privaten Notenbanken 6,15 Prozent des Gesamtnotenumlaufs¹.

¹) Weber, A., „Depositenbanken und Spekulationsbanken“.

Die Bedeutung der Notenbanken für den Kapitalmarkt war in dieser Zeit gering. Es kann ihnen lediglich eine gewisse regionale Geldversorgung zugesprochen werden.

Für die Finanzierung der Investitionen der Großbetriebe, d. h. für die Deckung der Kapitalnachfrage auf dem Kapitalmarkt erlangten die Aktienbanken ohne Notenausgabe, die nach dem Vorbild des Credit-Mobilier gegründet wurden, weitaus größere Bedeutung. Diese Institute waren es, die bis zum Weltkrieg bzw. bis 1933 die ausschlaggebende Rolle am deutschen Kapitalmarkt spielten.

Die „Société générale de Crédit-Mobilier“ wurde 1852 mit einem Grundkapital von 60 Mill. Francs gegründet. Sie war die erste große Bank des Kontinents, die neben dem regulären Bankgeschäft das „Spekulationsgeschäft“ in großem Ausmaße betrieb. Sie kaufte Aktien und Rentenwerte auf eigene Rechnung, um sie mit Gewinn weiter umzusetzen. Daneben legte sie Anleihen zur Zeichnung auf und versuchte so, der Bevölkerung das Effektenwesen vertraut zu machen. In den ersten drei Jahren verteilte die Gesellschaft 13,4%, 11,8% und 40,74% Dividende auf das Kapital¹.

Da in Deutschland zu jener Zeit die „Transformation“, d. h. die Umwandlung der kurzfristigen Kredite in langfristige immer schwieriger wurde, waren die Erfolge des Crédit-Mobilier der Anstoß, an Stelle der bisherigen kleineren privaten Bankhäuser große Gesellschaften zu gründen.

Allerdings finden wir die Ideen des Crédit-Mobilier schon vor dessen Gründung in Deutschland. Einer der führenden damaligen Bankiers, Mevissen, wollte von der „Großbankgesellschaft als regulierender Sammelstelle der Kapitalbewegung in die Industrie, in den Handel und das Verkehrswesen der Heimat und damit des ganzen Vaterlandes anregend und befruchtend einwirken“².

Die Realisation dieser Worte erfolgte durch die Umgründung des Bankhauses A. Schaaffhausen in den „A. Schaaffhauser Bankverein“. Diese Gesellschaft war ein Kind der Not. Das Bankhaus war längere Zeit notleidend. Durch einen Vergleich mit den Gläubigern, die sich zur Befriedigung ihrer Forderungen Aktien aushändigen ließen, war der Bankverein gegründet worden. Die preußische Regierung konzessionierte am 10. April 1848 diese Aktiengesellschaft und übernahm für drei Jahre die Staatsgarantie. Die Gesellschaft konnte bereits im ersten Jahr ihres Bestehens 4% Dividende ausbezahlen, die im Laufe der nächsten zehn Jahre auf 9% gesteigert wurde.

Wie nachstehende Tabelle zeigt, sind in den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts noch einige der späteren Großbanken gegründet worden. Sämtliche Banken dieser Art konnten sich aber erst nach der Reichsgründung voll entfalten.

¹) Taeuber, R., Unsere Großbanken, Dresden 1910 p. 74.

²) zitiert nach A. Weber, Spekulationsbanken usw., a. a. O., p. 50.

Gründungsjahre und Kapitalentwicklung der wichtigsten deutschen Aktienbanken

Name	Gründungs-Jahr	Aktienkapital in Millionen Mark		
		ursprünglich	Anfang 1900	Ende 1912
Schaaffhausener Bankverein	1848	15,6	100,0	145,0
Darmstädter Bank	1853	17,1	105,0	160,0
Disconto-Gesellschaft	1856	30,0	130,0	200,0
Berliner Handelsgesellschaft	1856	45,0	90,0	110,0
Mitteldeutsche Kreditanstalt	1856	24,0	45,0	60,0
Deutsche Bank	1870	15,0	150,0	200,0
Dresdener Bank	1872	9,6	130,0	200,0
Nationalbank	1881	20,0	60,0	90,0

Bemerkenswert ist, daß ursprünglich alle größeren Aktienbanken außerhalb von Preußen gegründet wurden. Das deutlichste Beispiel ist die „Bank für Handel und Industrie“, kurz Darmstädter Bank genannt. Die Ursache liegt darin, daß die Aktienbanken zur Gründung der Konzession des jeweiligen Landesfürsten bedurften. Preußen versagte in der Mehrzahl diese, während die kleineren Länder stolz auf eine größere Bank waren. Da diese zudem nicht zu verachtende Gewinne versprachen, war die Konzession in den kleinen Territorien leichter zu erhalten. Erst nach der Gründung des Reiches wurde die Konzessionierung durch Normativbestimmungen abgelöst. Berlin wurde zum Mittelpunkt des deutschen Geld- und Kapitalmarktes, so daß die größten deutschen Aktienbanken ausnahmslos die Hauptsitze nach hier verlegten.

Bis 1910 gab es in Deutschland ca. 400 Aktienbanken. Die kleinste davon hatte ein Aktienkapital von nur 250,— Mark¹. Alle diese kleinen Banken werden aus der Betrachtung ausgeschlossen, da sie für den Kapitalmarkt und die Effektenbörse vollkommen bedeutungslos waren. Die folgenden Ausführungen betreffen daher ganz besonders die Großbanken, von denen die sogenannten D-Banken den größten Einfluß auf den Kapitalmarkt hatten und heute noch haben.

Der Geschäftsbereich erstreckt sich bei den Großbanken besonders auf eine großzügige Kapitalvermittlung. Plenge² hob die Aufgaben dieser Banken wie folgt hervor: „Gesamtwirtschaftlich gesehen sind sie ein Glied der Organisation, die die Schaffung neuer Sachanlagen an Eisenbahnen, Elektrizitätswerken usw. ermöglicht; privatwirtschaftlich gesehen stellen sie dem Kapitalgeber Effekten zur Anlage seines Leihkapitals zur Verfügung und verschaffen dem Kapitalnehmer Anlagekapital“.

Diese Funktionsbeschreibung darf als treffend angenommen werden. Hierin liegt auch die ganze Schwere, mit welcher diese Großbanken auf dem Kapitalmarkt

¹) Spar- und Leihkasse AG. Arhus in Holstein (Taeuber a. a. O. p. 34).

²) Plenge, J., „Gründung und Geschichte des Crédit-Mobilier“, Tübingen 1903, p. 30.

aufzutreten. Gerade der universelle Charakter der deutschen Bankinstitute verschafft ihnen diese Stellung. Mit Ausnahme des langfristigen Hypothekarkredits übernehmen sie alle nur denkbaren Bankgeschäfte. Die harmonische Abstimmung der kurz- und langfristigen Kreditgeschäfte ermöglicht es ihnen, auf dem organisierten Kapitalmarkt jederzeit zu intervenieren und für die Kapitalbeschaffung jeder Art zu sorgen. Daher stellen die Großbanken einen Teil des deutschen Kapitalmarktes dar.

Der zunehmenden Konzentration der deutschen Industrie, die nach 1871 das Wirtschaftsbild beherrschte, schlossen sich auch die Großbanken an, und konnten durch diese Bewegung ihre Stellung auf dem Kapitalmarkt festigen und weiter ausdehnen.

Die Möglichkeit zur steigenden Anwendung der Aktiengesellschaft für private Unternehmungen und gleichzeitig die Bedingung für diese Konzentrationsbewegung war das Bundesgesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien von 1870.

Nach diesem Gesetz war die Gründung nur noch von Normativbestimmungen abhängig. Vor allem mußte die Gesellschaft ins Handelsregister eingetragen werden. Ferner mußten zehn Prozent des Gesamtkapitals einbezahlt sein. Unterpari-Emission von Aktien war statthaft. Ebenso die Neuemission von jungen Aktien, auch wenn die alten noch nicht einbezahlt waren. Für die Gläubiger waren keine Schutzbestimmungen vorhanden, ein Mangel, der sich in den Folgejahren sehr schlecht auswirkte.

Vor allem setzten wilde Gründungen von Unternehmungen in dieser Gesellschaftsform ein. Je mehr Gesellschaften gegründet wurden, desto mehr sank das Ansehen der Aktien.

Die Großbanken waren hier ein geeigneter Puffer zwischen Kapitalanleger und Unternehmer. Durch gewissenhafte Prüfung der Unterlagen und Einsicht in das Betriebsgeheben konnten sie die Auswahl der Emissionen so treffen, daß dem Publikum in der Regel nur solide Papiere zugeführt wurden.

Diese „Gründerjahre“ sind für die Kapitalmarktverhältnisse besonders aufschlußreich. Der bisher nie gekannte Konzentrations- und Expansionsprozeß der Industrie und des Bankgewerbes war mit einer enormen Steigerung des Volksvermögens verbunden. Es wird hier nur auf die Tabelle auf Seite 31 dieser Arbeit verwiesen. Riesser¹ schätzt die jährliche Sparquote dieser Zeit auf ca. 2,5 bis 3 Milliarden Mark. Nur auf Grund dieser enormen Sparsummen konnten die zu verzeichnenden Fortschritte erzielt werden. Andererseits waren diese Fortschritte die Ursache der Einkommensvermehrung. Wir finden also auch hier wieder, daß der Kapitalmarkt Bedingung und Resultat des modernen Wirtschaftsprozesses ist.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die in dieser Zeit gegründeten

¹) Riesser, a. a. O. p. 65.

Aktiengesellschaften sowie über das auf diese Gesellschaften entfallende Grundkapital.

Tabelle über die Gründung von Aktien-Gesellschaften¹

Jahr	Anzahl der vorhandenen A.G.*	Aktienkapital
v. 1870—1874	857 gegr.	mit 3,3 Mld.
1883	1311	3,91 Mld.
1896	3712	6,85 Mld.
v. 1897—1900	1208 gegr.	mit 1,73 Mld.
1908	5166**	—
1913	5486**	—
1928	11842**	—

* Davon 2/10 Industrieunternehmungen

** nach Moll: Die Rentabilität der Aktiengesellschaften

Die Anzahl der Versicherungsgesellschaften betrug 1912 150, die allerdings fast ein Drittel des Gesamtkapitals auf sich vereinigten.

Es war nicht zu vermeiden, daß unter diesen Gesellschaften auch eine Anzahl war, die nur zu spekulativen Zwecken gegründet wurde. So schreibt die Nationalzeitung²: „Das Gründungsfieber grassiert seit langer Zeit, Aktienunternehmungen wachsen wie Pilze aus der Erde, fast jeder Tag bringt eine neue und so gewinnt der Ausspruch, daß wir in einer ‚Schwindelperiode‘ leben, eine immer mehr begründete Unterlage.“ 1873 folgte dann auch ein Börsenkrach, der den gesamten organisierten Kapitalmarkt erschütterte. Alle diese Erschütterungen waren aber nur von vorübergehender Natur und führten zu keinem Funktionswandel. Vielmehr lösten sich die Störungen, nachdem das Vertrauen der Anleger und des Börsenpublikums wieder gefestigt war, von selbst auf.

Diese Störungen traten meist im Zuge der Konjunkturbewegungen auf und waren mit diesen eng verbunden. Sie sind daher mit Hilfe der Konjunkturtheorien zu erklären. Nimmt man allerdings an, daß die große Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts der letzte Anstoß zur Änderung der Wirtschaftsordnung war, so kann nicht geleugnet werden, daß auch der Funktionswandel von Börse und Kapitalmarkt durch sie mit verursacht worden ist.

Die Depression von 1873 konnte die sich anbahnende Konzentrations- und Expansionstendenz nicht aufhalten.

Konzentration und Expansion des deutschen Bankgewerbes wurden durch die gleiche Tendenz, die in der Industrie herrschte, verursacht. Sie sind eine Folge des

¹⁾ zusammengestellt nach Riesser, a. a. O. p. 71.

²⁾ Nr. 278 vom 17. Juni 1871, 1. Beiblatt.

Effektenwesens und des dadurch bedingten erweiterten Aufgabenbereiches der Großbanken.

Schon im ersten Geschäftsbericht vom Jahre 1853 der „Bank für Handel und Industrie“ (Darmstädter Bank) heißt es: „Die Bank hat keineswegs die Aufgabe, der Agiotage Vorschub zu leisten und das Kapital zu unproduktivem Börsenspiel anzulegen. Sie ist vielmehr berufen, durch eigene Beteiligung und durch Anlage fremder Fonds solide und große Unternehmungen zu fördern und nach Kräften... in die Gesamtlage der deutschen Industrie dazu mit einzuwirken, daß Unternehmungsgeist und Kapital in die dem Bedürfnisse... entsprechenden Bahnen geleitet wird... Sie hat das Recht und die Aufgabe, das Kapital, welches bei dem einen Industriellen zeitweise disponibel ist, dem andern, welcher dasselbe im gleichen Augenblick bedarf, zuzuführen und durch diesen steten Austausch die industrielle Tätigkeit zu beleben und zu steigern.“

Wie bei den großartigen Unternehmungen der Industrie, so ist auch sie berechtigt, bei den großen Schöpfungen und bei den Geldgeschäften des Staates sich zu beteiligen und das Placement fremder Fonds auch auf diesem Gebiet zu vermitteln¹.

Wenn man auch einem Geschäftsbericht eine gewisse propagandistische Färbung nicht absprechen kann, so ist er andererseits für die Absichten, die das Unternehmen der Öffentlichkeit darlegt, doch aufschlußreich.

Für die Bewertung der Zusammenhänge zwischen Großbanken und Industrie sagen die angeführten Stellen wenigstens soviel aus, daß die Banken in einen engeren Konnex mit der Industrie zu treten beabsichtigen.

Das Wesentlichste dabei war, daß die Banken das notwendige Kapital hierfür aufbrachten. Vordringlich war daher, den Depositenbestand zu erhöhen, denn wie die Erfahrung lehrt, werden nicht alle Einlagen in voller Höhe abgehoben, sondern eine gewisse Summe ist immer zur Deckung für Kreditzwecke verfügbar.

Durch die Aufnahme kleinerer Bankunternehmungen war beides erreicht. Einmal konnte das Eigenkapital erhöht und zum andern der Depositenbestand erweitert werden. Dazu errichteten die Großbanken an ihrem Hauptsitz Depositenkassen, und in der Provinz und anderen weiter entfernten Orten Filialenzweigstellen. Der Vorteil dieser ist, daß sowohl dem Geschäftsmann wie dem Kapitalanleger die Erreichung eines an der Börse und im Kapitalmarkt stehenden Bankunternehmens erleichtert wurde. Damit ist eine Grundvoraussetzung zur Streuung der Effekten gegeben. Die sachgemäße Behandlung und fachmännische Beratung an den Schaltern dieser Zweigstellen stärkte das Vertrauen des Publikums gegenüber den Effekten und forcierte so die direkte Kapitalanlage.

In den Jahren 1900, 1913 und 1918 hatten die Großbanken 45, 252 und 350 Niederlassungen in dem gesamten Reichsgebiet. Nachstehende Tabelle gibt einen detaillierten Überblick:

¹⁾ zitiert nach Riesser, Zur Entwicklungsgeschichte der deutschen Großbanken mit besonderer Rücksicht auf die Konzentrationsbewegung, Jena 1905, p. 33.

Niederlassungen der deutschen Großbanken in Deutschland¹

Institut	Kapital (Mill. Mk.)	1900	1913	1918
Deutsche Bank	150	20	82	102
Dresdner Bank	130	13	75	96
Disconto-Gesellschaft	130	2	36	72
Darmstädter Bank	—	—	59	80
Nationalbank	60	10	—	—

Die Zahl der Filialbetriebe dieser Banken betrug 1925: 1267.
Der Depositenbestand entwickelte sich von 1872 bis 1910 wie folgt:

Depositenbestand der D-Banken (in Mill. Mk.)

Jahr	Deutsche Bank	Dresdner Bank	Disconto Ges.	Darmstädter Bk.
1872	9,0		16,8	12,0
1873	7,0		64,8	27,3
1874	11,0		36,5	16,4
1875	11,0	2,8	9,2	12,8
1880	13,0	4,0	9,7	6,1
1910	558,0	286,3	313,7	148,3

Der Rückgang der Depositen von 1873 bis 1880 ist auf die auf den deutsch-französischen Krieg und die Gründerperiode gefolgte Depression zurückzuführen. Dann aber stiegen die Einlagen fortlaufend an, und somit waren die Voraussetzungen für eine aktive Beteiligung größten Ausmaßes an der Industriefinanzierung, besonders über den organisierten Kapitalmarkt, geschaffen.

Die Industrie ihrerseits war auf die Finanzierung durch die Großbanken angewiesen. Denn erstens war es nicht möglich, mit der Selbstfinanzierung die notwendigen Mittel in der Kürze zu beschaffen, und zweitens konnten die Industrieunternehmen nicht direkt an den Kapitalmarkt heran. Sie benötigten für ihre Emissionen die Vermittlung der Aktienbanken.

Die Expansion der Banken war also notwendig, um die zu emittierenden Effekten unterzubringen! Die Konzentration aber, um die Finanzierung reibungslos durchführen zu können.

Die Konzentration ging nun nicht nur dahin, daß das Eigenkapital laufend erhöht wurde und kleinere Bank-Unternehmungen entweder niederkonkurriert oder fusioniert wurden, sondern sie erstreckte sich auch auf die Fusion von Großbanken. Daneben wurden langdauernde Konsortien gebildet, die der Konzentration gleichzusetzen sind. Konzentration bedeutet immer eine Bewegung zum Monopol oder

¹⁾ Weber, A., Depositenbanken a. a. O. p. 120 (Auszug)

wenigstens zu einer monopolartigen Stellung. Diese Tendenz kann auch bei der Konzentration der Großbanken beobachtet werden. Es wird dabei als Beispiel auf das bereits erwähnte Preußenkonsortium hingewiesen, das bis 1914 das Reich in vollkommene Kapitalabhängigkeit von Großbanken brachte.

Für die Industriefinanzierung werden dann Konsortien gebildet, wenn die Mittel für die zu finanzierenden Objekte von einer Bank nicht aufgebracht werden können. Das ist besonders dann der Fall, wenn durch eine momentane Überbeanspruchung der Liquiditätsstatus der Bank gefährdet wird. Ferner beschränkt die Konsortialfinanzierung das Risiko.

Eine der Hauptaufgaben der Banken ist, die für Investitionszwecke gewährten Vorfinanzierungskredite durch die Ausgabe von Wertpapieren abzulösen, d. h. für die fundierte Kapitalbeschaffung Sorge zu tragen. In der Regel vollzog sich eine Emission folgendermaßen: Hat eine Bank oder ein Konsortium dem kreditnachsichenden Unternehmen die notwendigen Mittel genehmigt, so konnte dieses über den Betrag, z. B. in Form eines Kontokorrentkredites, verfügen. Nach teilweisem oder ganzem Vollzug der Investitionen, meist aber nach spätestens ein bis zwei Jahren, mußte das Unternehmen der Vorfinanzierungsbank bzw. dem Konsortium Obligationen oder Aktien aushändigen. Die Bank brachte diese Papiere in den Verkehr und beantragte meist noch die Börsenzulassung. Der Erlös der Emission floß der Bank bzw. den einzelnen Konsortiumbeteiligten nach Maßgabe der übernommenen Verpflichtungen zu.

Neben der Emissionstätigkeit haben die Banken am Kapitalmarkt die Aufgabe, Effekten auf Rechnung des Publikums oder auf eigene Rechnung zu verkaufen oder zu kaufen. Besonders in der letzteren Eigenschaft sind die Banken eine Art „kommunizierende Röhre“ zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt. Sie legen zum Beispiel bei flüssigem Geldmarkt einen Teil ihrer brachliegenden Mittel vorübergehend in Wertpapieren an, da unter normalen Umständen der Kapitalmarktzins höher ist als der Geldmarktzins.

Die Übernahme von Effekten auf eigene Rechnung wirkt in gewissem Sinne konjunkturglättend. Bei Kursrückgängen, wie sie besonders in Depressionszeiten auftreten, wird durch den Ankauf von Wertpapieren Geld auf den Kapitalmarkt gebracht. Die Ursachen zu diesem Handeln, das eine Art offene Marktpolitik ist, aber mit dieser nicht verwechselt werden darf, liegt in der technischen Kurspflege. Um das Vertrauen des Publikums zu erhalten, sind die Großbanken daran interessiert, daß die Kurse der von ihnen emittierten Wertpapiere keinen zu starken Schwankungen ausgesetzt sind. Allerdings ist der Einfluß dieser Tätigkeit auf nur geringe Konjunkturschwankungen beschränkt. In heftigen Krisen können auch die Banken meist nicht mehr intervenieren.

Die technische Kurspflege ist auch ein Mittel, um den Markt emissionsreif zu machen. Entweder wird dadurch eine neue Emission vorbereitet oder aber es wird eine neue Serie bereits eingeführter Effekten aufgelegt, wobei die Banken daran interessiert sind, daß durch das erhöhte Angebot die Kurse der bereits im Umlauf befindlichen Papiere nicht sinken.

Konzentrations- und Expansionsbewegungen sowie die immer stärker werdende Stellung der Großbanken im Kapitalmarkt waren jedoch nicht nur allein wirtschaftlicher Natur. Vielmehr unterstützten auch gesetzliche Regelungen diese Bestrebung.

Das Stempelgesetz vom 27. 4. 1894 z. B. sah eine Erhöhung der Börsenumsatzsteuer von $\frac{1}{10}\%$ auf $\frac{2}{10}\%$ vor. Der Umsatz mußte nicht mehr je 1000 Mark versteuert werden, sondern je angefangene 1000 Mark. Umsätze bis zu 600 Mark und Kuxumsätze waren steuerfrei.

Das Stempelgesetz vom 14. 6. 1900 erhöhte die Besteuerung der Schlußnote auf auf $\frac{3}{10}\%$. Der steuerfreie Betrag entfiel und der Umsatz sowie die Ausgabe von Kuxen mußten mit dem gleichen Prozentsatz wie die übrigen Wertpapiere versteuert werden.

Besondere Wirkung auf die Vormachtstellung der Großbanken an der Börse und auf dem Kapitalmarkt hinterließ das Börsengesetz von 1896. Unter anderem wurde das Termingeschäft in Bergwerks- und Industrieaktien verboten. Ferner wurden genaue Richtlinien über die Zulassung von Aktien zum Börsenverkehr erlassen.

Haben schon die beiden erst erwähnten Gesetze dadurch, daß sie den Gewinn des Effektenhandels schmälerten, einen gewissen Druck auf die Privatbankiers ausgeübt, so wurden diese durch das Börsengesetz in bezug auf den Effektenhandel geradezu aus dem Kapitalmarkt herausgedrängt. Das Verbot des Terminhandels bedeutete, daß nunmehr nur noch Kassageschäfte an der Börse abgeschlossen werden konnten. Dazu waren große, sofort verfügbare Kapitalien notwendig. Diese Kapitalkraft besaßen die kleinen Banken und die Privathankhäuser nicht. Sie mußten daher das Effektingeschäft den Großbanken überlassen. Diese festigten dadurch ihre Stellung an der Börse. Ebenso haben die Bestimmungen über die Zulassung von Aktien an der Börse die Privathankhäuser zurückgedrängt.

Die Zulassung zum Börsenhandel wurde nur für solche Gesellschaften genehmigt, deren Aktienkapital eine Million überstieg. Da meist nur die Großbanken in der Lage waren, Emissionskredite in dieser Höhe zu gewähren, wurde auch von ihnen die Zulassung zum Börsenhandel vorgenommen. Damit wurde der Einfluß der Großbanken auf die Börse und auf den Kapitalmarkt dermaßen gestärkt, daß die Privathankhäuser lediglich noch eine Mitläuferfunktion erfüllten.

Die Novelle zum Börsengesetz vom 27. Mai 1908¹⁾ hob zwar das Verbot des Terminhandels wieder auf, aber bis dahin war die Stellung der Großbanken schon so gestärkt, daß die kleineren Bankiers nicht mehr zum Zuge kommen konnten.

Die immer steigende Bedeutung der Großbanken im Effektenhandel, ihre direkte Beteiligung an Industrieunternehmungen, der Beginn der Konzernbildung in der Industrie sowie die obigen Gesetze waren der Grundstock zu dem sich besonders nach dem ersten Weltkrieg ausdehnenden Aktienhandel.

¹⁾ RGBL. 1908 p. 215.

Die Ausdehnung des Effektingeschäftes bei den Großbanken erhöhte naturgemäß auch die Umsätze in Wertpapieren. Die große Zahl der täglich einlaufenden Kauf- und Verkaufsanträge erlaubte es, zum Kompensationsverfahren überzugehen. Es wurden nun nicht mehr die gesamten Umsätze an die Börse gebracht, sondern die Aufträge soweit wie möglich in den eigenen Büros erledigt.

Um schließlich noch einen Einblick über die Bedeutung der Banken für die Investitionsfinanzierung zu geben, sei hier abschließend noch eine Tabelle der effektiv durch Emissionen aufgebrauchten Kapitalsummen von 1889 bis 1904¹⁾ gegeben.

1889	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	1900	01	02	03	04
1741	1520	1217	1016	1266	1420	1377	1896	1944	2407	2612	1777	1631	2110	1665	1995

Mill. Mk.

Davon entfielen in Mill. Mk.

	1892	93	94	95	96	97	98	99	1900	01	02	03	04
ausländische Werte			338	300	489	608	891	203	185	199	445	199	186
deutsche Industrie-Aktien	14	25	79	223	334	318	521	861	461	164	185	195	360
deutsche Bank-Aktien	25	34	36	143	213	266	372	276	155	36	114	67	196
Staats- und Kom. Anl.													
inländische			295	139	160	160	261	660	420	799	733	526	575
ausländische			195	98	264	233	278	102	171	42	400	110	99

Nachdem die Bedeutung der Großbanken für die Industriefinanzierung sowie für die Befriedigung der Kapitalnachfrage des Staates, oder allgemein ausgedrückt, ihre überragende Stellung auf dem Kapitalmarkt gewürdigt wurde, muß in folgendem Abschnitt die Befriedigung des Kapitalbedarfes eines weiteren Teiles der Volkswirtschaft, nämlich der Finanzierung des Wohnungsbaues, die bis zum ersten Weltkrieg zum großen Teil über den Kapitalmarkt vorgenommen wurde, untersucht werden.

Die Hypothekenbanken

Der Wohnungsbau war bis zum 20. Jahrhundert hinein eine private Angelegenheit. Die für diese Investition innerhalb einer relativ kurzen Zeit benötigten Finanzierungsmittel konnten in der Regel von den einzelnen Baulustigen nicht selbst aufgebracht werden. Hierin lag die Ursache zur Gründung von Hypothekenbanken.

Pfandbriefe wurden in Deutschland zum ersten Male durch die preußischen Landschaften, die durch Kabinettsorder vom 29. 8. 1769 gegründet wurden, eingeführt.

Allerdings setzte sich diese Finanzierungsart in großem Ausmaß erst Mitte des 19. Jahrhunderts durch, als im Zuge der Industrialisierung die Bodenpreise ge-

¹⁾ Riesser, „Die deutschen Großbanken“, Jena 1905 p. 138.

waltig anstiegen, der Städtebau ein noch nicht gekanntes Ausmaß annahm, und das Mietshaus die vorherrschende Siedlungsform wurde. Nur mit Kredit konnten die gestellten Anforderungen der Finanzierung des Wohnungsbaues erfüllt werden. So lag es nahe, nicht nur für die ländliche Besiedlung die Effektenfinanzierungsform zu wählen, sondern auch für die städtischen Wohnungsbauten.

Das Ausmaß des Bedürfnisses nach Wohnungen wird klar, wenn man bedenkt, daß die deutsche Bevölkerung in einem Jahrhundert von kaum 20 Millionen auf über 60 Millionen anstieg.

Der Struktur nach war der 1856 in Paris gegründete Crédit Foncier de France, eine Kombination der landschaftlichen Pfandbrief-Institute mit dem Prinzip der Aktiengesellschaft, Vorbild. 1862 wurden in Deutschland die ersten reinen Hypothekenbanken gegründet. Es waren dies die Frankfurter Hypothekenbank und die Deutsche Hypothekenbank zu Meiningen. Beiden Instituten wurde die Rechtsform der Aktiengesellschaft gegeben, weshalb sie der Konzessionierung der für den Sitz zuständigen Regierung bedurften. Ursprünglich war auch die preußische Regierung auf Grund ihrer Abneigung gegen Aktiengesellschaften gegen die Gründung von Hypothekenbanken, so daß auch diese zum großen Teil außerhalb Preußens ins Leben gerufen wurden.

Preußen konnte jedoch während der Zeit der Gründung dieser Institute nicht lange abseits stehen. So mußte sich dessen Regierung schon 1863 mit dem Hypothekenbankproblem befassen. Der Anstoß dazu ging von einem Konzessionsgesuch der Preußischen Hypothekenbank (später Preußische Hypotheken-Aktienbank) und der Preußischen Hypothekengesellschaft (später Preußische Hypotheken-Aktiengesellschaft) aus. Das Ergebnis dieser Beratungen war eine Art Hypothekenbankgesetz. Dieses legte fest, daß Pfandbriefe nur bis zum zehnfachen Betrag des einbezahlten Aktienkapitals ausgegeben werden durften. Die Überwachung der Einhaltung dieser Bestimmung wurde einem Staatskommissär übertragen. 1867 erfolgte eine Änderung. Die Ausgabegrenze von Pfandbriefen wurde auf den zwanzigfachen Betrag des einbezahlten Kapitals erhöht. Diese Bestimmungen wurden alternativ neben die von 1863 gesetzt, so daß die Antragsteller wählen konnten, nach welcher Beleihungsgrenze sie das Institut gründen wollten.

Beide Gesetze blieben bis 1893 in Kraft. Die neu erlassene Fassung verschärfte die Staatsaufsicht und stellte genauere Richtlinien über die Beleihungsart und Beleihungsgrenze auf. Unter diesen Regelungen arbeiteten sämtliche preußischen Hypothekenbanken bis 1899 mit Ausnahme der Preußischen Zentralbodenkreditaktiengesellschaft und der Frankfurter Hypothekenbank. Letztere fiel deshalb nicht unter diese Regelung, weil Frankfurt erst einige Jahre nach deren Gründung zu Preußen kam.

Von den von 1862 bis 1873 gegründeten 25 Hypothekenbanken unterstanden nur sechs den preußischen Bestimmungen. Die übrigen waren von außerpreußischen Staaten privilegiert.

Trotz der relativ großen Anzahl von Hypothekenbanken konnte die gerade in dieser Epoche große Kapitalnachfrage nicht voll befriedigt werden. Das lag be-

sonders daran, daß die 4prozentigen, die 4½prozentigen und später 5prozentigen Pfandbriefe nicht mit den Staats- und Industrieeffekten konkurrieren konnten. Nach 1873 waren auch Hypothekenbanken den auftretenden Konjunkturschwankungen unterworfen. Durch die Unregelmäßigkeit des Zinsfußes war eine dauernde Unruhe im Pfandbriefgeschäft.

Bis Ende der siebziger Jahre stieg der Zins, um in der Folgezeit langsam aber stetig zu fallen. Daher mußten die bereits im Umlauf befindlichen Papiere konvertiert werden, da auf dem unorganisierten Kapitalmarkt neue Hypotheken zu einem niedrigeren Zinssatz zu bekommen waren.

Das Hypothekenbankgesetz vom 21. 7. 1899, das mit dem 1. 1. 1900 in Kraft trat, führte die schon lange angestrebte Vereinheitlichung des Hypothekenbankwesens herbei, ohne allzu sehr in die landesrechtlichen Befugnisse einzugreifen. Nach dessen Bestimmungen konnten Hypothekenbanken nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien betrieben werden (§ 1). Sie unterlagen auch weiterhin der Kontrolle und Aufsicht desjenigen Staates, in welchem die betreffende Bank ihren Sitz hatte (§ 4). Die Beleihungsgrenze wurde dahingehend geändert, daß der Gesamtbetrag der umlaufenden Pfandbriefe jederzeit in Höhe des Nennwertes durch Hypotheken mindestens der gleichen Höhe und des gleichen Zinsertrages gedeckt sein mußten (§ 6). Pfandbriefe durften nur noch in Höhe des fünfzehnfachen einbezahlten Grundkapitals und des ausschließlich zur Deckung einer Unterbilanz oder zur Sicherung der Pfandbriefgläubiger ausgewiesenen Reservefonds ausgegeben werden.

Das einheitliche Recht betraf 38 Hypothekenbanken mit einem Aktienkapital von 598 Millionen Mark und einem Pfandbriefumlauf von 6362,1 Mill. Mark (Ende 1900). Damit wurden 6586,8 Mill. Mark Darlehen gegeben¹⁾.

Die Grundfunktion der Hypothekenbanken gliedert sich in die Aktivgeschäfte und Passivgeschäfte. Das Aktivgeschäft umfaßt den Hypothekenbestand, also die Kapitalausleihung, während das Passivgeschäft den Pfandbriefumlauf, d. h. die Kapitalaufnahme ausmacht.

Mit dem Passivgeschäft treten die Hypothekenbanken an den Kapitalmarkt heran. Sie müssen versuchen, ihre Pfandbriefe neben den Staats- und Industrieeffekten zu placieren. Hierin liegt eine bedeutende Aufgabe. Auf der einen Seite müssen sie, um zum Zuge zu kommen, ihre Pfandbriefe mit mindestens dem üblichen Kapitalmarktzinssatz ausstatten. Auf der anderen Seite ist der Nominalzinssatz nach oben begrenzt, da die Hausbesitzer zur Deckung des Zinses und der Amortisationssumme nur die Mieterträge zur Verfügung haben. Wenn auch zu jener Zeit die Mieten auf Grund von Angebot und Nachfrage und nicht durch irgendeine Mietpreisbehörde festgesetzt wurden, so war ihre Höhe doch immer begrenzt.

¹⁾ Mayer, J., „Die Entwicklung der Anstalten zur Pflege des städtischen Hypothekarkredits“, Diss. Freiburg 1929, p. 17.

Wenn sich trotzdem ca 50 Prozent¹ dieser Pfandbriefe in den Händen des Publikums befanden, so zeugt das von deren Qualität und der soliden Führung der Hypothekenbanken. Die restlichen 50 Prozent wurden in der Hauptsache bei den sich seit den letzten Dezennien des vorigen Jahrhunderts entwickelnden Kapitalsammelbecken wie z. B. Lebensversicherungsanstalten, sonstigen Versicherungsanstalten usw. und bei Sparkassen untergebracht.

Wie aus der obigen Skizzierung der Hypothekenbankgeschäfte zu ersehen ist, sind die Hypothekenbanken vollkommen auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes angewiesen. Da sie keinerlei Möglichkeiten haben, Giralgeld zu schaffen, sind die von ihnen vermittelten Kredite reine Kapitalmarktgelder, die aus den Sparquoten der Bevölkerung resultieren. Daß z. B. in den Jahren 1909, 1910 und 1911 die Hypothekenbanken jährlich ca. $\frac{1}{2}$ Milliarde Mark vermitteln konnten, beweist, daß der Kapitalmarkt zu jener Zeit seine volle Funktionsfähigkeit hatte. Er war von keiner staatlichen oder irgendeiner anderen zentralen Stelle beeinflusst. Angebot und Nachfrage beherrschten das Bild und brachten den Wirtschaftsprozess ins Gleichgewicht.

Mit Ausbruch des Krieges änderte sich mit dem Kapitalmarkt auch die Stellung der Hypothekenbanken. Die Schließung der Börse am 31. 7. 1914 traf ganz besonders diese Institute.

Das Pfandbrief- und Kommunaldarlehensgeschäft wurde vollkommen lahmgelegt. Der Zufluß an neuem Kapital hörte spontan auf. Die Beleihungstätigkeit mußte daher fast eingestellt werden. Es spricht für die Solidität der Pfandbriefe, daß trotz des Kriegsausbruches keine nennenswerten Angstverkäufe durchgeführt wurden. Die Hypothekenbanken mußten daher die umlaufenden Pfandbriefe nur nach und nach einlösen. Da keine neuen Pfandbriefe mehr auf den Markt gebracht wurden, ging der Bestand zurück. Sofern noch Pfandbriefe ausgegeben wurden, handelte es sich um vorher zurückgenommene.

Mit der Eröffnung der Börse am 3. 12. 1917 trat eine Belebung des Pfandbriefmarktes ein. Der durch die Kriegseinwirkungen erhöhte Geldumlauf führte infolge der gesunkenen Kaufkraft zu einer ausgedehnten Sparbewegung. Durch die dingliche Sicherung der Pfandbriefe waren diese sehr beliebt und daher stark nachgefragt. Der Geschäftsumfang konnte aber — wie auch in der Nachkriegszeit — nicht annähernd wieder jenen Umfang erreichen, den er vor Kriegsausbruch hatte. Das lag nun nicht mehr so sehr auf der Kapitalbeschaffungsseite, sondern in der Unmöglichkeit, Neuinvestitionen durchzuführen, da die dem Geldvolumen entgegenstehenden realen Kapitalgüter für die Kriegsführung verwendet wurden. Daher mußte der Geschäftsumfang in und nach dem Kriege abgebaut werden.

Für die Problematik des Funktionswandels des Kapitalmarktes und der Effektenbörse ist gerade die Untersuchung über die Hypothekenbanken aufschlußreich. Diese Banken sind, wie oben ausgeführt wurde, vollkommen auf den Kapitalmarkt an-

gewiesen. Ist der Kapitalmarkt in seiner Funktionsfähigkeit beschränkt oder ist dieser nicht mehr nach marktwirtschaftlichen Gesichtspunkten orientiert, so wirkt sich dies am deutlichsten und sichtbarsten bei den Hypothekenbanken aus. Können z. B. diese Institute den an sie herangetragenen Kapitalbedarf nicht mehr auf dem Kapitalmarkt befriedigen, so muß sich das unweigerlich auf die Bautätigkeit auswirken. Da der bei ihnen geltend gemachte Kapitalbedarf seinerseits durch den Bedarf z. B. an Wohnungen verursacht wird, so muß die Bauwirtschaft infolge des Fehlens der notwendigen Mittel eingeschränkt werden. Der Wohnungsbedarf kann daher nicht mehr gedeckt werden. Die Folge davon ist ein Steigen des Mietpreises, dem aber durch die Größe der Einkommen gewisse Grenzen gesetzt sind. Eine länger dauernde Stagnation muß zwangsläufig zu einer zentralen Bewirtschaftung des Wohnraums führen.

Die hier angestellten Untersuchungen über die Kapitalnachfrage und das Kapitalangebot beweisen, daß der Kapitalmarkt Resultat und Bedingung des auf dem Prinzip der Produktionsumwege beruhenden modernen Wirtschaftsprozesses ist.

Resultat deshalb, weil in einem solchen Wirtschaftsprozess die Kapitalvermittlung entpersönlicht werden kann und damit die Möglichkeit geschaffen wurde, das Kapital für langdauernde Produktionsumwege marktmäßig zu „handeln“. Während es dem einzelnen unmöglich ist, jahre- und jahrzehntelang sein Kapital zu investieren, ist durch das Effektenwesen das langfristig investierte Kapital in jederzeit realisierbare Wertpapiere transformiert worden. Diese Transformation ist aber nur dann notwendig, wenn langfristige Anlagen vorgenommen werden, d. h. wenn das Kapital immer wieder rückversetzt wird.

Er ist Bedingung, weil nur durch das Effektenwesen auf Grund der schon oben angegebenen Eigenschaften das für Produktionsumwege benötigte langfristige Kapital beschafft werden kann.

IV. Die Stellung der Reichsbank

Im Gegensatz zu der Naturaltauschwirtschaft, in welcher Güter und Dienstleistungen direkt getauscht werden, figuriert in der Verkehrswirtschaft das Geld als Tauschmittel. Zur Aufrechterhaltung des Gleichgewichtes ist es notwendig, daß das Geld in einem gewissen Verhältnis zu den vorhandenen Gütern und Leistungen steht.

Die Aufgabe, die vorhandene Geldmenge diesen anzupassen, fällt ursächlich den Notenbanken zu. Jede Art von Geld kann Kapital repräsentieren. Insofern erstreckt sich der Einfluß der Notenbank über den gesamten Wirtschaftsprozess und somit auch auf den Kapitalmarkt, ohne daß sie direkt in ihn eingzugreifen braucht.

Durch die direkte Abhängigkeit vom Geld ist in der Verkehrswirtschaft ein geordnetes Geldwesen auch die Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren des Kapitalmarktes und der Effektenbörse.

Die Geldmengenregulierung steht besonders seit der Auseinandersetzung der „Currency“- und „Banking-Theorie“ im Mittelpunkt der theoretischen Betrachtung.

¹⁾ Die deutschen Hypothekenbanken, Berlin 1937, p. 26.

tungen über das Notenbankwesen. Während in England seit der Peelschen Bank-Akte 1844 die „Currency-Theorie“ zum Siege gelangte, wurde in Deutschland bei der Gründung der Reichsbank die „Banking-Theorie“, allerdings mit gewissen Einflüssen der „Currency-Theorie“ angewandt.

Die „Currency-Theorie“ fordert, daß auch nach der Einrichtung einer Notenbank die Gesamtsumme der inländischen Zahlungsmittel, zwar nicht in vollem Umfange, aber doch zum größten Teil mit Gold gedeckt sein muß. Bis auf das nicht durch Gold gedeckte Kontingent bestimmt dessen Zufluß und Abfluß die vorhandene Geldmenge. Das ungedeckte Kontingent ist zur Verhütung einer zu großen Starrheit notwendig. Die „Banking-Theorie“ hält dem gegenüber, daß die Anwendung dieser Geldmengenregulierung dem Geldsystem die notwendige Elastizität nehme. Daher fordert sie, daß der Geldumlauf in gleicher Weise wie jedes andere Bankgeschäft geregelt wird. Die Notenbank braucht sich nur zu verpflichten, die vorgelegten Noten einzulösen. Zur Sicherung, d. h. zur Deckung der Banknoten genügen liquide kurzfristige Forderungen, insbesondere Handelswechsel.

Bei der Anwendung dieser Theorie bei der Gründung der Reichsbank wurde insofern auf die „Currency-Theorie“ zurückgegriffen, als bei Überschreitung des festgelegten Kontingents 5 Prozent Steuer an das Reich abgeführt werden mußten. Das sollte zur Erhöhung des Diskontsatzes auf mindestens 5 Prozent und damit zu einer Einschränkung der Kreditnachfrage führen.

Das Banking-System führte aber auch dazu, daß die Kreditbanken in relativ großem Ausmaß von der Reichsbank unabhängig waren.

Die Reichsbank wurde durch das Bankgesetz vom 14. 3. 1875 gegründet. In diesem Gesetz waren ihre Aufgaben umrissen. Hier heißt es u. a.: Die Bank hat „den Geldumlauf im gesamten Reichsgebiet zu regeln, die Zahlungsausgleichung zu erleichtern und für die Nutzbarmachung verfügbarer Kapitalien zu sorgen“. Diese Fassung wurde auch in das Bankgesetz vom 30. August 1924 übernommen.

Die Hauptaufgaben der Reichsbank lagen vor dem ersten Weltkrieg in der Regulierung der Geldmenge. Hier begnügte man sich damit, mittels der Diskontpolitik in den Wirtschaftsablauf einzugreifen. Aber auch dieses geldregulierende Instrument brauchte nicht in allzu großem Ausmaß angewandt zu werden, da durch den Automatismus der Goldwährung eine gewisse Abhängigkeit und Verbindung des Zinssatzes mit dem Ausland bestand. Wenn trotzdem zu gewissen Zeiten Sonderbewegungen des deutschen Diskontsatzes stattfanden, heißt das nicht, daß die Reichsbank diktatorische Maßnahmen durchführte. Eine übermäßige Ausdehnung des Kreditvolumens, eine Tendenz, die besonders bei Geld-(kapital-)knappheit vorherrscht, war nicht notwendig, da Deutschland zu jener Zeit bekanntlich ein Gläubigerland war. Daher bestand auch keine Gefahr, daß durch aus dem Ausland einströmendes Geld die Geldmenge von außen beeinflusst wurde.

Die Reichsbank griff zu jener Zeit nicht in den Kapitalmarkt ein. Sofern bei ihr ein Effektenbestand zu verzeichnen war, handelte es sich um lombardierte Wertpapiere, die von den Kreditbanken zur Beschaffung kurzfristiger Gelder eingereicht wurden.

Obwohl die Reichsbank dadurch, daß der Reichsbankpräsident und die Mitglieder des Reichsbankdirektoriums auf Vorschlag des Bundesrats vom Kaiser auf Lebenszeit ernannt wurden, in unmittelbarer Abhängigkeit der Reichsregierung stand, konnten keine politischen Einflüsse auf die Reichsbankpolitik beobachtet werden. In ihrem wirtschaftlichen Gebaren war die Reichsbank unabhängig.

V. Die Stellung der Effektenbörse

Für die Untersuchung des Funktionswandels der Effektenbörse wird hier eine formelle Unterscheidung zwischen deren Struktur und Funktionen gemacht.

Die Trennung erscheint angebracht, weil gewisse Wandlungen der Börse zu verzeichnen sind, die sich jedoch nicht voll als volkswirtschaftlich wirksame Änderungen der Funktionen erklären lassen. Es handelt sich hier vielmehr um Erscheinungen, die mehr den technisch strukturellen Aufbau der Effektenbörse betreffen. Der marktmäßige Ablauf dagegen wird vorerst nicht gestört. Ebenfalls sind die einzelnen Funktionen noch in ihrer Gesamtheit wirksam, obwohl sich die Struktur bereits geändert hat. Wie aber zu zeigen sein wird, liegt in einem Strukturwandel bereits eine Ursache des Funktionswandels, so daß der strukturelle Aufbau gewissermaßen die bestimmende Größe für die Funktionsfähigkeit und somit für den Funktionswandel ist.

In bezug auf den Funktionswandel der Effektenbörse wird die vorliegende Arbeit zu zeigen haben, in welchem Umfang ein Strukturwandel wirksam werden muß, um zu einem Funktionswandel zu führen.

Dazu ist erforderlich, die einzelnen Börsenfunktionen in kurzen Zügen zu charakterisieren. Zweckmäßigerweise wird daher das in der Einleitung angeführte Schema noch einmal aufgegriffen.

Die Börsenfunktionen gliedern sich in:

I. Die formellen Funktionen

1. Liquidisierungsfunktion
2. Kursbildungsfunktion
3. Umsatzfunktion.

II. Die materiellen Funktionen

1. regionale Kapitalausgleichsfunktion
2. bedingte Kapitalbeschaffungsfunktion

Mit diesen Funktionen, von denen die materiellen von geringerer Bedeutung sind und schließlich fast ganz ausgeschaltet wurden, dürfte alles herausgestellt sein, was von einer funktionsfähigen Effektenbörse gefordert wird. Gleichzeitig sind diese Funktionen die Abgrenzung der Effektenbörse vom Kapitalmarkt. Auf dem Kapitalmarkt wird das Kapital beschafft, d. h. die auf ihm wirkenden Institute versuchen, die an sie herangetragene Kapitalnachfrage und die Kapitalangebote gegenseitig aufeinander abzustimmen. Die Effektenbörse dagegen dient vordringlich dem Verkehr der auf dem Kapital-

markt in Effektenform vermittelten Kapitalien. Allerdings darf ihr eine gewisse Kapitalbeschaffungsfunktion nicht abgesprochen werden. Das ist z. B. dann der Fall, wenn eine Neuemission direkt über die Börse placiert wird (dieses ist allerdings seit dem Börsengesetz von 1896 unmöglich) oder wenn bei Kapitalerhöhungen neue Aktien über die Börse in den Verkehr gebracht werden. Im Hinblick auf die Kapitalbeschaffung ist die große Anzahl von Effektenbörsen in Deutschland interessant. Es geht daraus hervor, wie gerade vor dem Eingreifen der Großbanken versucht wurde, durch die regionale Zusammenfassung des Kapitalangebotes die immer weiter steigende Nachfrage über die „Börse“ zu befriedigen. Ausschlaggebend war dabei, daß das anlagewillige Publikum durch den begrenzten Wirkungsbereich der einzelnen Börsen die Unternehmungen kannte, deren Papiere an der „Heimat“-Börse gehandelt wurden.

1870 bestanden neben einigen Winkelbörsen folgende Effektenbörsen: Berlin, Magdeburg, Bremen, Hamburg, Lübeck, Stettin, Königsberg, Zwickau, Chemnitz, Leipzig, Dresden, Hannover, Düsseldorf, Essen, Köln, Frankfurt a. M., Mannheim, Stuttgart, Augsburg, München und Wien.

Ursprünglich war aber die Kapitalbeschaffungsfunktion von großer Bedeutung. Es wurde oben¹ dargelegt, daß sich die Staaten ihrer bedienten. Auch die Auffassung, die Mevissen zur Gründung von Aktienbanken veranlaßte, zeigt, daß zu jener Zeit die Kapitalbeschaffung mittels Effekten durch die Bankiers über die Börse ging. Dieser Zustand hat sich allerdings nicht lange erhalten. Mit dem Aufkommen der Großbanken ist die Vorfinanzierung mehr und mehr in den Vordergrund getreten. Die später emittierten Effekten wurden dann meist von den Banken direkt placiert. Damit wurde die Emission ein Teil des Großbankgeschäftes. Die Papiere wurden in der Hauptsache beim breiten Publikum untergebracht.

Das gesamte Spekulationswesen, das besonders nach 1870 ein enormes Ausmaß annahm, war letzten Endes auf Engagements mit breiten Bevölkerungsschichten angewiesen, denn der Zweck der Spekulation war ja, aus der Kursdifferenz zwischen ihren eigenen Engagements und denen mit den Abnehmern einen Gewinn zu erzielen. Allerdings kamen nicht alle Papiere bis zum Publikum, sondern waren der „Spielball“ der Spekulation in sich.

Die Kapitalbeschaffung ging also mit wachsender Bedeutung der Großbanken von der Börse auf diese über. Für sie aber war die Börse eine notwendige Einrichtung. Für die „Gründer“ oder besser „Finanziers“ der Unzahl von Unternehmungen, die in der „Gründerzeit“ nach 1871 ins Leben gerufen wurden, war die Börse der sogenannte „verlängerte Arm“², der es den Kapitalvorlegern ermöglichte, die Papiere mit einem guten Gewinn über die Börse beim Publikum unterzubringen. Diese, man möchte sagen „sekundäre“ Art der Kapitalbeschaffung, kann der Börse bis in die Neuzeit nicht abgesprochen werden. Sie ist aber nur so lange relevant, als die Neuemissionen über die Börse placiert werden. Sobald aber die in den Ver-

kehr zu bringenden Wertpapiere an den Schaltern der Banken zur Zeichnung aufgelegt werden, verliert sie diese Bedeutung. Da dieses Zeichnungsprinzip immer mehr die eigentliche Emissionsform wurde, hat die Börse die materiellen Funktionen zum großen Teil eingebüßt.

Mit dieser Loslösung der Kapitalbeschaffung von der Börse kann ein erster Funktionswandel der Effektenbörse statuiert werden. Die Kapitalbeschaffung vollzieht sich nun außerhalb der Börse durch die Kreditgeschäfte (Vorfinanzierung) und Emissionstätigkeit der Banken! Damit wurde die Börse zu einer Kapitalverkehrsinstitution.

Die Liquidisierungsfunktion ist der Börse so lange eigen, als ein genügend großer Markt mit entsprechender Breite vorhanden ist. Hierin liegt eine bedeutende Aufgabe des Börsenverkehrs, die sowohl für die kleinen und privaten Kapitalanleger als auch für die an der Börse auftretenden Banken und andere Großinteressenten von Wichtigkeit ist. Diese Funktion ermöglicht es, die in dauerhaften Anlagen investierten Kapitalien jederzeit zu realisieren. Die Grundeigenschaft des Effekts wird somit zu einer Grundfunktion der Börse. Der Kapitalbesitzer, der eine Anlagemöglichkeit sucht, kann sich ein Papier kaufen, das ohne Kündigungsfrist jederzeit wieder negotiierbar ist. Das Risiko des Kursverlustes wird durch die meist höhere Verzinsung in etwa ausgeglichen. Vergleichsweise erscheint daher die Anlage von Barmitteln in Effekten vorteilhafter als ein einfaches Spar-(kassen-)Guthaben. Ein Hemmnis liegt allerdings darin, daß die Papiere (wenigstens die Aktien) nur auf Beträge von 1000 Mark lauten.

Wie schon erwähnt, ist diese Börsenfunktion ebenfalls für die Großbanken wichtig. Ein Überfluß an Geldmarktmitteln kann vorübergehend dem organisierten Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden. Auf Grund der sich hier bietenden höheren Rendite machen die Banken von dieser Möglichkeit gerne Gebrauch. Sobald der Geldmarkt wieder angespannt wird, besteht die Möglichkeit, die Effektenbestände nach Bedarf aufzulösen.

Die Einschränkung der Marktbreite hat unweigerlich eine Beschränkung der Liquidisierungsfunktion zur Folge. Gerade die Gegenwart lehrt, daß aber diese Funktion für die Existenz der Börse grundlegend ist. Sobald der Markt eingeengt wird, wird der gesamte Börsenablauf gestört.

Die Breite des Marktes ist auch für die Kursbildungsfunktion bedeutsam. Da die Börse einer der reinsten Märkte in einer Verkehrswirtschaft ist, ist hier die Größe des Marktes und die Höhe der Umsätze von besonderer Wichtigkeit. Je ausgedehnter beide sind, desto genauer ist die Kursbildung und um so ruhiger der Kursverlauf.

Der Kurs ist der Preis für die Effekten, während der Zins der Preis für das Kapital ist. Der Zins wird vom Emittenten, d. h. von dem die Effekten heraus-

¹⁾ Seite 20 ff.

²⁾ Prion, W., „Preisbildung an der Wertpapierbörse“, Leipzig 1910 p.4.

gebenden (nicht placierenden) Unternehmen, z. B. vom Staat oder einer Aktiengesellschaft, bezahlt, der Kurswert aber vom Effektenkäufer. Da die Wertpapiere Kapital verkörpern, muß der Zins auf die Kursbildung einen Einfluß haben. Empirisch geht das daraus hervor, daß in „geldarmen“ Zeiten, d. h. selbst bei hohem Zins, der Kurs gedrückt wird — ganz besonders bei festverzinslichen Werten — während in „flüssigen“ Epochen die Kurse, wenigstens tendenziell, steigen. Vor allem müssen hier die Zusammenhänge zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt beachtet werden. In der Regel liegt der Kapitalmarktzins über dem des Geldmarktes. Steigt nun der letztere, so bietet sich hier, besonders für die Kapitalien, die zwischen beiden Märkten pendeln, eine höhere Rendite bei geringerem Risiko. Der Kapitalisierungszinssatz (landesüblicher Zins), der ein weiterer Faktor zur Bestimmung des Kurswertes ist, verliert an Bedeutung, während der Diskontsatz nunmehr stärker beachtet wird.

Ein weiterer Faktor der Preisbildung ist der „innere Wert“ der Effekten, der teilweise durch Kapitalisation und teilweise durch die bilanzmäßig ausgewiesene Vermögenslage der Gesellschaften bestimmt wird. Je fundierter das Unternehmen und besonders je größer der Gesamtbetrag der einzelnen Emissionen ist, desto größer ist die Chance der Negoziierbarkeit der Effekten und desto höher der Kurs.

Neben diese mehr objektiven Bestimmungsgründe treten die subjektiven, z. B. die Erwartung einer Kurssteigerung, die Erreichung von Herrschaftsrechten (bei Dividendenpapieren) usw. Es ist allerdings nicht möglich, beide Bestimmungsgründe systematisch zu trennen, da bei der Preisbildung immer ein gewisser Erwartungsfaktor mit einkalkuliert wird und so die objektiven Tatbestände mehr oder weniger verschwommen werden.

Grundsätzlich muß aber einer dauerhaften Kurssteigerung eine Wertsteigerung des betreffenden Unternehmens vorausgehen. Zur näheren Unterrichtung über die Probleme der Preisbildung wird auf die einschlägige Literatur, besonders auf das bereits erwähnte Buch von Prion in seinen verschiedenen Auflagen hingewiesen. Die Preisbildungsfunktion interessiert hier nur insoweit, als sie Aufschluß über einen Funktionswandel der Börse zu geben vermag. Das ist dann der Fall, wenn der Marktmechanismus im allgemeinen und die Kursbildung an der Börse im besonderen außer Kraft gesetzt sind, d. h. wenn Angebot und Nachfrage nicht mehr den Preis bestimmen.

Bis zum ersten Weltkrieg konnte die Börse diese Funktion erfüllen, da die Voraussetzungen dazu gegeben waren.

Die Umsatzfunktion der Börse hat sich, wie schon wiederholt besprochen, frühzeitig gewandelt.

Wie die Emission, so vollzog sich auch die Börseneinführung von Wertpapieren formlos¹. Meist wurde diese durch einen Bankier vorgenommen, der auf Ansuchen des Emittenten die Papiere an die Börse brachte, um „einen Kurs zu haben“. Das

¹⁾ vgl. Hirschstein: „Bedeutungswandel der Börse“ in: Magazin der Wirtschaft 1929, Nr. 32.

Börsengesetz von 1896 hat gerade im Hinblick auf die Umsatzfunktion einen bedeutenden Einfluß gehabt. Die Einführung des Prospektzwanges, ein Jahr Karenzzeit und die Bedingung, daß zum amtlichen Verkehr nur „Emissionen fest fundierter Unternehmungen“¹ zugelassen werden dürfen, engte naturgemäß den Umsatz ein. Allerdings hat durch diese Bestimmung das Publikum die Gewähr, daß durch die Börse in der Regel nur solide Kapitalvermittlungen vorgenommen werden.

Diese Funktion wurde aber vor allem durch den immer stärker werdenden Einfluß der Großbanken auf dem Kapitalmarkt beschränkt. Ein Teil des Umsatzes wurde in den Büros dieser Banken erledigt. Man glaubt, aus diesem Kompensationsverfahren einen Wandel der Umsatzfunktion statuieren zu können, da nun nicht mehr die gesamten Umsätze über die Börse gehen. Nach Ansicht des Verfassers kann aber dieser Art Umsatzbeschränkung keine allzu große Bedeutung beilegt werden, denn die Großbanken repräsentieren an der Börse einen Teil des breiten Publikums. Allerdings kommen durch Kompensation nicht alle Aufträge an die Börse. Soweit aber die Börsenvertreter der einzelnen Banken mit den übriggebliebenen „Spitzenbeträgen“ operieren, machen sie dies immer im Hinblick auf die Gesamtaufträge. Zahlenmäßig ist zwar der Börsenumsatz zurückgegangen, was aber auf Grund der vorliegenden Tatsachen über die Stellung der Banken an der Börse nicht ins Gewicht fällt.

Insbesondere wird durch das Kompensationsverfahren die vom Umsatz mitbestimmte Preisbildung nicht beeinträchtigt. Die außerhalb der Börse getätigten Umsätze werden im Hinblick auf die dortigen Kurse realisiert. Da in diesen Kursen, wenn auch stillschweigend, die kompensierten Orders mitenthalten sind, wird durch diese Umsatzbeschränkung die Preisbildung nicht beeinflusst. Markttechnisch ist diese rein sachliche Umsatzbeschränkung bedeutungslos.

Eine wesentlich mehr ins Gewicht fallende Umsatzbeschränkung ist der „Pakethandel“. Es ist zwar denkbar und möglich, daß der wertmäßige Umsatz an der Börse durch diesen Handel steigt. Diese Steigerung dient aber, gesamtwirtschaftlich gesehen, nicht der Kapitalversorgung. Die Ursachen des Pakethandels liegen in der Erreichung der Majorität, Stärkung der Minorität oder in anderen zur Beherrschung von Unternehmungen führenden Gründen, nicht aber oder nur in seltenen Fällen in der Kapitalbeschaffung. Die Streuung der Effekten über weite Bevölkerungskreise geht zurück. Die Börse wurde also zu einem Hilfsinstrument für die Konzernierung und unterstützte damit die Vermonopolisierung der Volkswirtschaft.

Der Einfluß des Pakethandels war bis 1914 durch das Vorhandensein eines anlagewilligen Publikums gering. Er erhielt seine große Bedeutung erst nach dem Weltkrieg. Nach ihm „fehlte die eigentliche Rentnerschicht, die vor dem Krieg das Rückgrat des Börsenhandels bildete“². Besonders ausländische Interessenten über-

¹⁾ Knapp, „Die volkswirtschaftlichen Funktionen usw.“, p. 15.

²⁾ Prion, W., „Strukturwandel der Börse“, a. a. O.

nahmen paketweise deutsche Aktien. Das führte schließlich so weit, daß man zu Mehrstimmrechtaktien übergehen mußte, um dem ausländischen kapital-anteilmäßigen Stimmrecht in der Hauptversammlung nicht die Vormacht einräumen zu müssen.

Im Hinblick auf die gesonderte Darstellung der Börsenfunktion erscheint es angebracht, die Bedeutung der Spekulation hier besonders zu behandeln, da sie sowohl die Preisbildungs- als auch die Umsatzfunktion berührt.

Für die Preisbildung hat eine gesunde Spekulation nivellierende Wirkung. Dadurch, daß sie versucht, „aus der Erfahrung der Vergangenheit und der Beobachtung der Gegenwart einen Schluß auf die Zukunft“¹ zu ziehen, bemüht sie sich, den ihrer Ansicht nach richtigen Kurs zu erzielen. Durch die „Hausse“- und „Baisse“-Engagements, die meist zu gleicher Zeit eingegangen werden, ist ein wesentlicher Ausschlag der Kurse nach der einen oder anderen Seite nur beschränkt möglich.

Naturgemäß hebt eine rege Spekulation den Börsenumsatz. Hier bedarf es somit einer Klärung der Frage, woher die Spekulanten ihre Mittel haben.

Faßt man die an das Termingeschäft gebundene Spekulation ins Auge, so erweist sich, daß es zum geringen Teil eigene Mittel sind, zum größten Teil sogenannte „Börsenkredite“. Diese Kredite werden mit „tägliches Geld“ (call money) und „Monatgeld“ bezeichnet. Das erstere ist täglich kündbar und wird vorwiegend zum Abschluß von Kassageschäften verwendet. Das Monatsgeld dagegen wird als Ultimo- oder Reportgeld gegeben. Im letzteren Falle dient es zur Prolongation der eingegangenen, aber auf Grund der der Erwartung entgegengesetzten Kursentwicklung nicht bzw. nur unter Verlusten realisierbaren Abschlüsse.

Über die volkswirtschaftliche Wirkung dieser Kredite wurden bereits die verschiedensten Stimmen laut. Es erübrigt sich daher, hier näher auf diese Frage einzugehen, da nach Ansicht des Verfassers diese Mittel nicht in der Börse verschwinden, sondern daß sie wieder an einer anderen Stelle des Wirtschaftsprozesses erscheinen. Allerdings muß darauf abgehoben werden, daß die Börsenkredite kurzfristige Geldmarktmittel sind, die nur zeitweise dem Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden können. Da aber die eigentliche Spekulation auf Engagements mit dem Publikum angewiesen ist, besteht die Gewähr, daß mit dem Abschluß der Geschäfte die zur Abdeckung der Vorlagen benötigten Gelder vorhanden sind. Insofern sind die der Spekulation gewährten Börsenkredite den Vorfinanzierungsmitteln formell gleichzusetzen. Die nicht fundierten Börsenumsätze, das sind jene, die mit Geldmarktmitteln abgeschlossen werden, werden durch die Übernahme der Effekten durch das Publikum fundiert, d. h. daß in der Regel die Kapitalsummen, die das Publikum der Börse zuführt, Sparmittel sind und somit langfristigen Charakter haben.

Von dieser Perspektive aus hat die Spekulation ihre wohlberechtigte Existenzgrundlage. Sie übernimmt zu Zeiten geringer Umsätze interimsmäßig Ef-

¹) 75. Bericht der Börsenenquête-Kommission.

fekten, um sie bei anziehendem Geschäft wieder an eine fundierte Nachfrage abzugeben. Bei sinkendem Kurs trifft das Angebot auf Spekulanten, die damit rechnen, daß die Kurse weiter nachgeben (Baisse-Spekulation). Dadurch ist immer eine gewisse Käuferschicht vorhanden, die einem zu starken Abbröckeln der Kurse hindernd im Wege steht.

Daß es in der Geschichte der Spekulation auch Zeiten gab, in denen die Exzesse die Regel und das Bewußtsein der volkswirtschaftlichen Aufgabe die Ausnahme war, ist noch kein Grund, das gesamte Spekulationswesen als wirtschaftsschädigend hinzustellen.

Schließlich bedarf es noch einiger Worte über die regionale Kapitalausgleichsfunktion. Sie ist das Ergebnis der obengenannten Funktionen und wirkt national und international.

Die Effektivisierung ermöglicht es, den internationalen Kapitalverkehr großzügig aufzunehmen. Die Streuung der Wertpapiere ist aber erst durch die Börse möglich, da durch ihre Funktionen eine gewisse Überwachung und Kontrolle der produktiven Kapitalverwendung auch durch den „kleinen Mann“ möglich ist. Veröffentlichungen von Kurszetteln und Kommentare zur Preisbildung an der Börse finden sich schon lange in den führenden Tageszeitungen, ganz abgesehen von Spezialblättern, die in jedem Land und aus jedem Land zu haben waren.

Ein großer Teil der Auslandsguthaben vor dem Weltkrieg war in Effekten angelegt. Gerade dieser Tatsache ist es zu danken, daß der Wechselkurs im Weltkrieg noch relativ lange aufrechterhalten werden konnte und daß die für die Kriegsführung notwendigen, aber nur im Ausland zu erhaltenden Rohstoffe eingeführt werden konnten. Die ausländischen Effekten wurden an neutralen Börsen verkauft. Der Devisenerlös diente zur Bezahlung der Importe.

Die internationale Kapitalausgleichsfunktion kann nur in einer marktmäßig organisierten Weltwirtschaft, zumindestens nur zwischen Volkswirtschaften, die verkehrswirtschaftlich ausgerichtet sind, stattfinden, denn eine gewisse Stabilität des Wechselkurses, freier Kapitaltransfer und freie Verfügungsmacht über Kapital sind die notwendigen Voraussetzungen, die zur Erfüllung dieser Funktion vorhanden sein müssen.

Diese Voraussetzungen waren vor dem Weltkrieg vorhanden. Krieg und Nachkriegsfolgen, Zerrüttung des deutschen Geldwesens, politische Unfreiheit usw. setzten diese Funktionen vollkommen außer Kraft.

Die wenn auch nicht so wichtige nationale Bedeutung konnte aber beibehalten werden.

In diesem Zusammenhang ist noch auf die Arbitrage hinzuweisen, die den Banken Gewinne und der Volkswirtschaft Devisen brachte. Auch diese Einnahmequelle ist nach dem Weltkrieg weggefallen.

Die bisher gemachten Ausführungen ergeben, daß an den deutschen Effektenbörsen zum Teil schon im vorigen Jahrhundert ein Strukturwandel stattgefunden hat. Dieser führte in Verbindung mit den auf dem

Kapitalmarkt wirkenden Komponenten schließlich zu einem Funktionswandel.

Der Übersicht halber wird dieser Strukturwandel im Anschluß an die vorhergehenden und im Abschnitt III gemachten Untersuchungen zusammenfassend dargestellt. Die Anregung dazu geht auf den bereits zitierten Aufsatz von Prion zurück, dessen dortige Ausführungen auch hier teilweise verwendet werden.

A. Die Struktur der Effektenbörse vor dem Börsengesetz 1896

1. Es war eine große Zahl von Aktiengesellschaften vorhanden, meist mit kleinerem Grundkapital. Die Aktien waren zum großen Teil an der Börse eingeführt. Daneben wurden in großem Umfange Staatspapiere aus europäischen und überseeischen Ländern gehandelt und notiert.
2. Die Effekten wurden fast ausschließlich von einer breiten „Rentnerschicht“ aufgenommen. Daneben herrschte an der Börse eine rege Spekulation, die von kapitalkräftigen Spekulanten und Bankiers durchgeführt wurde. Die Effekten werden den Privatkapitalisten durch die Bankiers vermittelt.
3. Die Emission erfolgte anfänglich direkt über die Börse, wurde aber bald von Privatbankiers durchgeführt. Diese beherrschten das Bild der Börse.

B. Die Struktur der Effektenbörse nach dem Börsengesetz

1. Die Zahl der Aktiengesellschaften erhöhte sich weiter. Das Grundkapital stieg bei einzelnen bereits über 100 Millionen Mark¹. Infolgedessen nahm der Aktienhandel zu und erreichte vor dem Krieg seinen Höhepunkt.
2. Die kapitalkräftigen Kreise privater Anleger erweiterten sich. Allerdings wurde nun ein erheblicher Teil der Umsätze „hinter den Kulissen“ betrieben. Die Spekulation war infolge des Verbotes des Terminhandels² durch das Börsengesetz lahmgelegt. Durch den Übergang zum Kassageschäft, an dem hauptsächlich das Publikum beteiligt war³, wurden große Mittel für den Effektenhandel sofort in Anspruch genommen. Die Privatbankiers waren diesen Anforderungen nicht gewachsen. Daher nahm die Zahl der spekulierenden als auch der kapitalvermittelnden Privatbanken ab.
3. Die Großbanken kommen an die Börse. Durch ihre ausgedehnten Filial- und Depositenkassensysteme machten sie den Privatbanken starke Konkurrenz und übernahmen auch das Börsengeschäft. Sie führten die Emission durch, vermittelten die Einführung der Wertpapiere und zogen einen Teil des Umsatzes in ihre Büros. Ebenfalls waren sie am Pakethandel interessiert und beteiligt. Der Einfluß der Großbanken auf den Kapitalmarkt und die Börse wurde durch

¹) Prion, W. „Strukturwandel usw.“, a. a. O.

²) 1908 durch eine Novelle zum Börsengesetz wieder zugelassen.

³) Prion, W. „Preisbildung an der Wertpapierbörse“, Leipzig 1920, p. 131.

die Börsenschließung am 31.7.1914 noch vergrößert. Nur sie waren noch in der Lage, die Emissionstätigkeit und die anderen Börsenfunktionen auszuführen. Trotz Verbot durch die Regierung notierten sie unter der Hand Kurse und vermittelten Effekten. Obwohl die Schrumpfung des Umsatzes keine genaue Wertfeststellung zuließ, wurden Geschäfte abgeschlossen.

Aus obiger Darstellung geht deutlich der Strukturwandel der deutschen Effektenbörse hervor. Sie war bis zum Weltkrieg voll funktionsfähig. Nach der Wiedereröffnung 1917 unterlag auch die Börse der Strukturwandlung der gesamten deutschen Volkswirtschaft. Allerdings ist es so gut wie unmöglich, für die Nachkriegszeit bis 1924 die Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft zu verfolgen¹. Die weiteren Ausführungen werden daher mit der Stabilisierung der deutschen Währung fortgesetzt.

Fassen wir die Erkenntnisse dieses Kapitels zusammen, so finden wir, daß der Kapitalmarkt und die Effektenbörse marktmäßig innerhalb der auf verkehrswirtschaftlichen Prinzipien aufgebauten deutschen Volkswirtschaft organisiert waren.

Der organisierte Kapitalmarkt erwies sich von einer solchen Funktions- und Leistungsfähigkeit, daß nicht nur der innerdeutsche Wirtschaftsaufschwung finanziert werden konnte, sondern darüber hinaus noch große Kapitalmengen an das Ausland ausgeliehen wurden. Angebot und Nachfrage brachten sowohl den Kapitalmarkt als auch die Effektenbörse ins Gleichgewicht, und der Zins spielte die ihm theoretisch zuerkannte Rolle. Auf dem Geldmarkt wurde der Zinsfuß lediglich durch die Diskontpolitik der Reichsbank in etwa beeinflusst. Der Kapitalmarktzins selbst wurde jedoch durch Angebot und Nachfrage jeweils bestimmt.

Die auf dem Kapitalmarkt im engeren Sinn erscheinenden Gelder waren durch das breite Publikum freiwillig aufgebrauchte Sparsummen. Der Staat war gleichberechtigter Partner, übte lediglich eine Art Obergewalt über die Wirtschaft aus und griff nur dann ein, wenn ihn die Wirtschaft selbst zur Beseitigung von Auswüchsen anrief. Die Kapitalmarktpolitik wurde von der privaten Wirtschaft getrieben.

2. Kapitel

Kapitalmarkt und Effektenbörse von 1924 bis 1933

I. Der Kapitalbedarf als Folge des Weltkrieges und der Inflation.

Die deutsche Zahlungsbilanz war 1919 mit ca. 15 Milliarden passiv². Aus dem Gläubigerland war ein Schuldnerland geworden. Nicht nur das, sondern aus dem ehemaligen reichen Deutschland, dessen Kapital sowohl in Europa als in Übersee

¹) vgl. „Wandlungen im Verhältnis von Fiskus und Kapitalmarkt“ in: Vierteljahreshefte zur Statistik des Deutschen Reiches, p. 107.

²) Stucken, „Deutsche Geld- und Kreditpolitik“, p. 43.

investiert war, war ein armes Land geworden. Der Krieg verzehrte ungeheuer Kapital und was übrigblieb, wurde durch die Inflation und die Reparationsforderungen noch weiter dezimiert. Der technische Fortschritt ruhte. Durch die Flucht in Sachwerte, bedingt durch den dauernden Wertverlust der Währung, wurde ein Fehlinvestitionsprozeß, der seinesgleichen suchen darf, in die Wege geleitet, dessen Auswirkungen sich noch lange nach der Stabilisierung zeigten.

In großen Umrissen kann man den Kapitalbedarf der damaligen deutschen Wirtschaft wie folgt zusammenfassen:

1. Umorganisation der Kriegsindustrie,
2. Änderung des zu sehr erweiterten Produktionsapparates in Richtung auf die Bedarfsdeckung,
3. Nachholbedarf gegenüber dem Ausland (Modernisierung),
4. Kapitalbedarf für Reparationsleistungen,
5. Kapitalbedarf der wachsenden Staatstätigkeit.

Die Kapitalvernichtung durch die Inflation mögen folgende Zahlen andeutungsweise aufzeigen: Die Passiva (Grundkapital, gesetzliche Reserven, Obligationen, Hypotheken und sonstige Schulden) von 3347 untersuchten Aktiengesellschaften sind im Durchschnitt auf ca. 45 Prozent zusammengeschrumpft. Das Eigenkapital wurde um kaum 5 Prozent, das Fremdkapital dagegen bis zu 80 Prozent¹ abgewertet.

Allgemein war die Inflation ein großer Entschuldungsprozeß. Die Stellung des Schuldners verbesserte sich von Tag zu Tag, die des Gläubigers verschlechterte sich im gleichen Umfang. Die sich später (nach 1929) verhängnisvoll auswirkende Schuldenaufnahme, besonders von der Landwirtschaft und den öffentlichen Verbänden, wurde damit ermöglicht.

Nach der Stabilisierung erhielten Preis und Zins in etwa ihre Lenkungsfunction zurück, und an die Stelle der willkürlichen Investitionen, die nur der Kapitalanlage dienen sollen, trat wieder eine Investitionstätigkeit, die sich an der Rentabilität ausrichtete. Nun erst wurde es klar, daß die „Geldwertanlagen“ nur dann als solche angesprochen werden konnten, wenn sie auf den Bedarf ausgerichtet waren. Anlagen, die keiner rentablen Verwendung dienen, haben nur Abbruchwert². Diese Fehlinvestitionen konnten sich nicht nur nicht im Wert erhalten, sondern bedurften zu ihrer Eingliederung in den Wirtschaftsprozess noch Kapital.

Die Stabilisierung der Mark erfolgte nicht wie die Währungsreform 1948 über Nacht, sondern sie wurde marktmäßig vollzogen und individualrechtlich geregelt. Die Mark wurde sukzessive stabilisiert.

¹⁾ Meesmann, „Die deutschen Auslandsschulden und ihre Regelung“. Oldenburg 1933, p. 29.
²⁾ H. v. Beckerath, „Der Kreditmarkt und die Industrie“, II. Wirtschaftsdienst, 10. Jahrgang, Nr. 14 p. 517.

Durch die Verordnung vom 15. 10. 1923 wurde die Rentenbank mit der Befugnis gegründet, Rentenbriefe in Stückelung zu 500 Rentenmark mit Golddeckung (Deckungssatz 3 : 1) auszugeben, gegen deren Vorlage 500 Rentenmark in bar ausbezahlt wurden. Der Gesamtbetrag war auf 2400 Millionen Rentenmark begrenzt. Die Papiere wurden nicht an der Börse gehandelt. Gleichzeitig wurde die noch vom Krieg herrührende Diskontierung von Reichsschatzanweisungen durch die Reichsbank untersagt. Der Zins wurde nicht festgelegt. Somit bestanden die Papiermark und die Rentenmark, die beide in Relation zum Dollarkurs gesetzt wurden, nebeneinander. Die Rentenmark war dabei kein gesetzliches Zahlungsmittel.

Trotz dieses Vorgehens ließ die Geldflüssigkeit nicht in dem erwarteten Maße nach. Daher führte die Reichsbank schon nach einem halben Jahr nach der Stabilisierung eine Kreditrestriktion durch, die den Erfolg hatte, daß die Zinsen im freien Verkehr ungeheuer stiegen. Die Kurse der festverzinslichen Wertpapiere und der Aktien fielen infolgedessen auf ca. 50 Prozent¹ ihres Standes an der Jahreswende. Das bedeutete, daß die Stabilisierung zum Teil geglückt war. Am 24. 8. 1924² wurde die Reichsmark an Stelle der Renten- und Papiermark als alleiniges Zahlungsmittel und die Reichsbank als Notenbank erklärt. Die Umwertung erfolgte auf der Basis, eine Billion Papiermark = eine Reichsmark (Münzgesetz § 5).

Der Staat hielt sich bei der Aufwertung der Schulden möglichst fern. Die individualrechtliche Grundlage der Umwertung geht daraus hervor, daß die Aufwertung von Forderungen³ aus Pfandbriefen, Rentenbriefen, Spareinlagen und gegenüber Versicherungen nicht nach einem festen Satz, sondern nach Maßgabe der zu ihrer Deckung verfügbaren Aktiva (Teilungsmasse) durchgeführt wurde⁴. Somit ergab sich entsprechend der Aufwertung von Hypotheken und sonstigen Grundschulden mit 25 Prozent, Industrieobligationen mit 15 Prozent für diese Forderungen ein Aufwertungssatz zwischen 15 und 25 Prozent. Die langfristigen Anleihen von Staat, Ländern und Gemeinden wurden mit 10 Prozent⁵ und mit besonderen Vorschriften über den Zinsen- und Tilgungsdienst aufgewertet.

Nachdem bereits Ende 1923 der bankmäßige Zahlungsverkehr wieder in Gang gekommen war, war nach Durchführung aller dieser Regelungen der Weg zum Aufstieg der deutschen Wirtschaft geebnet. Die deutsche Kapitalkraft reichte aber nicht aus, um die notwendigen Investitionen durchführen zu können. Die gelungene Stabilisierungspolitik und die Anlehnung der Reichsmark an das Gold und nicht zuletzt der hohe Zins machten Deutschland aber dem Ausland gegenüber kreditwürdig.

¹⁾ Statistisches Jahrbuch 1924/25, p. 322.

²⁾ RGBI. II, p. 235.

³⁾ Aufwertungsgesetz v. 16. 7. 1925, RGBI. I, p. 117.

⁴⁾ vgl. „Zur Sanierung des Kapitalmarktes“, herausgegeben vom Institut für Wirtschaftsforschung, München 1950, p. 13.

⁵⁾ Anleiheablösungsgesetz vom 16. 7. 1925, RGBI. I, p. 137.

II. Das Zinsproblem

Der Zinssatz, der im Verkehr zwischen Banken für täglich fälliges Geld berechnet wurde, betrug im Januar 1924 ca. 88 Prozent. Es bedarf keiner weiteren Erklärung, daß dieser Satz nicht allein den Geldmangel ausdrückte, sondern daß in ihm noch andere Faktoren enthalten sind.

Der Diskontsatz der Reichsbank stellte sich im Jahresdurchschnitt¹

1924	1925	1926	1927	1928	1929	31. 12 1930
10%	9,16%	6,74%	6,74%	7%	7,1%	5%
Jan. 5%						

Der Kapitalmarktzins² betrug für festverzinsliche Werte im Vergleich zu einigen anderen Ländern:

	1925	1928	1930
Deutschland	9,5	8,26	8,26
USA.	4,72	4,49	4,52
Schweiz	4,86	4,43	4,07
Holland	4,71	4,48	4,38

Zieht man zum Vergleich die Zinssätze nach der Währungsreform von 1948 heran, so zeigt sich folgender Unterschied: Der Diskontsatz wurde 1948 auf 5% festgelegt und 1949 auf 4% ermäßigt. Die durchschnittliche Verzinsung festverzinslicher Effekten betrug Ende 1950 ca. 5½%³.

Ohne im Rahmen dieser Arbeit auf die verschiedenen Zinstheorien einzugehen, muß trotzdem die Frage vorgelegt werden, warum nach 1924 der Zins eine solche Höhe erreichte.

Nach Ansicht des Verfassers ist es nicht nur eine Komponente, die zur Erklärung des Zinses herangezogen werden muß, also z. B. der Kapitalmangel, sondern es sind deren mehrere.

Oben⁴ wurde allerdings auf den ungeheuren Kapitalmangel, der nach 1924 herrschte, summarisch hingewiesen. Da die Wirtschaftsordnung wieder vorwiegend nach verkehrswirtschaftlichen Gesichtspunkten organisiert werden sollte, wurde als allgemeiner Lenkungsfaktor der Preis wieder in Funktion gesetzt. Der Kapitalmarktzins konnte sich deshalb nach Angebot und Nachfrage einspielen. Bei dem herrschenden Kapitalmangel ist also ein hoher Zins zu rechtfertigen. Allerdings

¹⁾ Statistisches Jahrbuch 1929, p. 334 (Auszug).

²⁾ Fischer, O. C., „Fehlerhafte Kreditpolitik“ in: Untersuchungen des Bankwesens, Band III, 1933, p. 515.

³⁾ vgl. unten, Seite 118 ff.

⁴⁾ vgl. oben, Seite 60 ff.

zeigt gerade der Vergleich der Renditen festverzinslicher Werte mit einigen Auslandsstaaten, daß der Zinssatz in Deutschland durchschnittlich doppelt so hoch war. Der Kapitalmangel als solcher genügt daher nicht, um die Zinshöhe zu erklären. Vielmehr müssen noch weitere Faktoren mit herangezogen werden. Vor allen Dingen fehlte die Stabilität und das Vertrauen in die Währung. Der Zins war zu jener Zeit nicht nur Indikator des Knappheitsgrades, sondern gleichzeitig ein Gradmesser des Risikos, das man bei der Kapitalanlage in Deutschland einging. Die Kalkulation eines großen Risikosatzes wurde aus der Inflationszeit herübergeschleppt, denn — wenigstens zu Anfang — mißtraute man der Reichsmark und wollte sich durch einen Risikozuschlag vor einer evtl. erneuten Entwertung schützen.

Ferner geschieht die Kapitalaufnahme besonders seit dieser Zeit nicht mehr allein in Form von privat gegebenen Hypotheken und Darlehen oder in Form von Direktbeteiligung, z. B. als Gesellschafter einer stillen Gesellschaft, einer OHG. oder GmbH., sondern in immer weiterem Maße in Form eines Bankkredites, speziell des Kontokorrentkredites, der durch eine Grundschild, Warenübereignung oder Forderungszession gedeckt wird. Diese Kredite zeichnen sich dadurch aus, daß sie kurzfristigen Charakter tragen und der Zins für kurzfristige Gelder zu jener Zeit sehr hoch war. Diese Kreditaufnahme war das Resultat des funktionsbeschränkten Kapitalmarktes. Sie wurden aus diesem Grund entgegen der Regel besonders von den mittleren Unternehmungen des Handels und der Industrie für langfristige Anlagen benutzt und sind daher für die Bewertung der Zinshöhe auf dem Kapitalmarkt mit zu dessen Erklärung anzuführen.

Zur vollständigen Klärung des Zinsproblems müssen schließlich noch die hereinströmenden Auslandskredite, besonders die aus den USA. kommenden, angeführt werden. Diese brachten den hohen Zinsfuß mit, d. h. sie wurden nicht gegeben, weil der Zins so hoch war, sondern sie wurden mit der Bedingung eines hohen Zinses gegeben. Das lag daran, weil besonders Amerika eine Art Monopolstellung auf dem deutschen Kapitalmarkt beziehen konnte, denn die Deckungsmöglichkeit des Kapitalbedarfes aus inländischen Mitteln war zu gering, als daß sie für den infolge der politischen Unfreiheit (Bezahlung der Reparationsforderungen) geforderten rapiden Aufschwung des deutschen Produktionsvolumens ausgereicht hätten. Folglich war die deutsche Wirtschaft auf Kapitalimport angewiesen. Trotz der Solidität der Kreditnehmer und der erstklassigen Sicherheiten, die geboten wurden, mußten noch Kreditbedingungen eingegangen werden, die den an sich hohen Kapitalmarktzins noch in die Höhe schraubten, so z. B. Provisionen und Disagio.

Die Erklärung für den hohen Zins erhält man also nicht aus einer der hier angeführten Ursachen, sondern nur aus dem Zusammenwirken aller. Daß im Vordergrund die Kapitalknappheit steht, ist selbstverständlich. Man darf aber nicht vergessen, daß die deutsche Wirtschaft in gewissem Sinne ausgepreßt wurde, um dem Ausland in Form der Reparationen einen Teil der Kriegskosten zu decken. Wäre

allein der deutsche Kapitalmangel zu befriedigen gewesen, hätte der Zins, da nicht alle Investitionen in der gegebenen Dringlichkeit hätten vorgenommen werden müssen, nicht diese Höhe erreicht.

Im Vergleich zu 1948 fällt besonders der Risikozuschlag ins Gewicht. Vor der Inflation war der Zins nicht manipuliert, während vor 1948, ganz besonders aber im Dritten Reich, die Politik des „billigen Geldes“ betrieben wurde, und die Gewöhnung an einen hohen Zins relativ viel schwerer war, als dies nach 1924 der Fall war.

III. Die Ursachen der Funktionsbeschränkung von Kapitalmarkt und Effektenbörse.

Um die Ursachen der Funktionsbeschränkung des Kapitalmarktes würdigen zu können, müssen hier noch kurz einige Angaben über die Zinshöhe gemacht werden. Diese belief sich ¹:

	täglich fälliges Geld	Monatsgeld
I. Quartal 1924	51,89 %	26,94 %
II. Quartal 1924	31,97 %	40,45 %

Die Stabilisierung der deutschen Wirtschaft konnte nur mit Wirtschaftskrediten der Reichsbank in Gang gebracht werden. Diese dehnte die kurzfristigen Mittel von 448,8 Millionen Rentenmark am 31. 12. 1923 auf 1910,5 Millionen Rentenmark am 31. 12. 1924² aus.

Trotz des hohen Zinssatzes blieb die Nachfrage unbefriedigt. Aber der Zahlungsverkehr war wenigstens wieder in Gang gekommen, Löhne und Gehälter, für welche ein Teil dieser Summen verwendet wurde, führten sowohl durch Käufe wie durch Sparanlage Geld der Wirtschaft zu. Damit konnte ein Ansatz zu einer Konjunktur verzeichnet werden. Die Reichsbank bekam Sorge um die Stabilität der Währung und entschloß sich im April 1924 zu einer Kreditrestriktion, die den scharfen Kapitalmangel noch fühlbarer machte und zu einer Wirtschaftskrise führte.

Mit dem Einströmen von Auslandsanleihen³, das durch das Dawes-Abkommen (Dawes-Anleihe vom September 1924 ab) ermöglicht wurde, konnte diese gemildert und überwunden werden. Dazu trug auch die wieder einsetzende innerdeutsche Kapitalbildung bei. Die Sparkassen- und Depositeneinlagen stiegen langsam aber stetig an. Die Banken waren damit in der Lage, Kredite zu gewähren. Diese meist kurzfristigen Gelder wurden zu langfristigen Anlagen benutzt, so daß sich schon Mitte 1925 im Zusammenhang mit einer allgemeinen weltwirtschaftlichen Stagnation eine

¹) Vierteljahresheft zur Konjunkturforschung, 1926, 4. Heft, p. 121.

²) Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich, 1924/25, p. 315.

³) nach Solmssen (Bankarchiv Nr. 12 v. 15. 3. 1925) betrug die Gesamtsumme der kurz- und langfristigen Kredite bis Ende 1924 ca. 2 Milliarden Reichsmark.

Liquiditätskrise¹ abzeichnete, die durch das Versiegen der Auslandsgelder² verschärft wurde. Die Folge war eine Reihe von Zusammenbrüchen, besonders von Konzernen wie Stinnes, Stumm u. a.

Die Überwindung dieser Krisenperiode lag in der Stagnation selbst, d. h. die Nachfrage nach Kapital wurde geringer, während sich das Angebot steigerte.

Die innerdeutsche Kapitalbildung erstarkte

1. durch das Anwachsen der Sparkapitalien bei den Sparkassen (die Einlagen stiegen von Ende Oktober 1924 bis Juni 1926 von 1473,9 Millionen auf 2362,3 Millionen Reichsmark),

2. durch das Anwachsen der Depositenbestände bei den Kreditinstituten (im gleichen Zeitraum von 6190,8 Millionen auf 6977,8 Millionen Reichsmark)³.

Die ausländischen Kredite betrugen für die gleiche Zeit 1421,7 Millionen Reichsmark.

Diese Tatsache erlaubte es, ab Mitte 1926 eine Konsolidierung der kurzfristigen Kredite einzuleiten. Es wurden in der ersten Hälfte 1926 1354,8 Millionen Reichsmark und in der zweiten Hälfte 1872,6 Millionen Reichsmark festverzinslicher Wertpapiere emittiert. In der zweiten Hälfte wurden ferner 628,7 Millionen Reichsmark Aktien untergebracht⁴.

Die starke Verflüssigung des Geldmarktes, welche durch diese Konsolidierung erreicht wurde, verführte die Reichsbank im Januar 1927 zu einer Senkung des Diskontsatzes auf 5%, zu einer Zeit, als der französische und belgische Diskontsatz 6½% Prozent betrug. Die Gründe zu diesem Vorgehen mögen in der Erwartung gelegen haben, die 5 Millionen Reichsmark Reichsanleihe günstig unterbringen zu können und den Kapitalzufluß aus dem Ausland zu stoppen.

Die realen Auswirkungen waren neben der Minderung des Zustromes ausländischer Kredite das Einsetzen großer Börsenspekulationen. Obwohl die Reichsbank sah, daß sie die Herrschaft über den Geldmarkt zu verlieren begann, entschloß sie sich nicht, den Diskontsatz wesentlich zu erhöhen.

Allerdings mußte für dieses Vorgehen ein hoher Tribut gezahlt werden. Die Folge dieses Handelns war der Zusammenbruch der Effektenbörsen am 13. Mai 1927 (schwarzer Freitag), dessen Nachwirkungen noch lange den deutschen Kapitalmarkt beunruhigten. Im einzelnen spielte sich dieser Vorgang folgendermaßen ab:

Die Gestaltung der Börse lehnte sich an die hier aufgezeigte Entwicklung eng an. Die Kreditexpansion der Reichsbank anfangs 1924 führte zu einem Kursanstieg der deutschen Papiere. Mit der Restriktion bröckelten die Kurse ab und fielen bis zum Juni 1924 auf die Hälfte der Höhe an der Jahreswende. Der Zufluß von Auslandskapital brachte ein erneutes Anziehen, ohne daß jedoch der Stand vom I. Quartal 1924

¹) Prion, W., „Der deutsche Geld- und Kapitalmarkt seit der Stabilisierung“ a. a. O. p. 328.

²) im II. Quartal erreichten diese Kredite nur 6,5 Millionen.

³) Statistisches Jahrbuch 1926 p. 341 und 1927 p. 379.

⁴) (entnommen Benning, „Schwarzer Freitag usw.“ a. a. O., p. 87,

Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, 1926, Heft 4, p. 121.