Die Effektenspekulation

unter besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete

von Dr. jur. **H. Bachmann** in Zürich.

Inhaltsübersicht.

Seite

I. Preisbildung und Krisen 1892—1896 248

II. Die Spekulation. Berechtigte und nicht berechtigte Spekulation; das Börsenspiel; die Formen des Handels und ihre Beziehungen zum Börsenspiel 253

III. Das Börsentermingeschäft:

A. Dessen volkswirtschaftliche Vorzüge:

1. *a)* Ausgleichung internationaler Zahlungsverbindlichkeiten; *b)* Möglichkeit der Verhütung von Valuta-Spekulationen 257
2. Terminhandel und Preisschwankungen 258
3. Einwirkung des Terminhandels auf die Bewertung der Wertpapiere 261
4. Der Terminhandel ermöglicht Vorkauf und Vorverkauf von Wertpapieren 263
5. Der Terminhandel als vorzüglichste Grundlage des Reportgeschäftes 264
6. Vermeidung von Preisschwankungen aus unlimitierten Verkaufsaufträgen durch den erweiterten Markt . 266
7. Erleichterung des Emissionsgeschäftes 267
8. Arbitrage und Terminhandel 269

B. Rekapitulation der volkswirtschaftlichen Vorzüge . . 270

C. Die volkswirtschaftlichen Nachteile des Termingeschäftes:

1. Ausdehnung des Börsenverkehrs durch das Börsenspiel 271
2. Socialpolitische Gründe gegen das Termingeschäft:
   - AA. Übergewicht des Stärkern durch das Reportgeschäft 271
   - BB. Übergewicht Kundiger über Unkundige überhaupt 273
   - CC. Einfluss des Termingeschäftes auf die Lohnverhältnisse der Arbeiter 273
3. Über die erhöhte Abhängigkeit des Effektenmarktes:
   - AA. Vom Geldmarkt 274
   - BB. Von den Bewegungen des Goldes 278

D. Rekapitulation der volkswirtschaftlichen Nachteile des Termingeschäftes 278

IV. Kassamarkt und Terminmarkt:

1. Die kurzfällige New-Yorker Spekulation 279
2. Ausdehnungsmöglichkeit und Hemmnisse der Kassaspekulation 280

Seite

3. Das Eschenbachsche Zeitgeschäft zur Kennzeichnung der Auswüchse im Kassageschäft. Das ermöglichte Spiel durch Depotverwendung 281
4. Die Formen der Spekulation unter dem deutschen Börsengesetz 282

V. Auswüchse im Kassageschäft im Vergleich zu denjenigen im Termingeschäft 283

VI. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Börse in Beziehung zu den Formen des Kaufgeschäftes 284

Vorwort.

Crescit amor nummi, quantum
ipsa pecunia crevit.

Eine Reihe deutscher Handelskammern wünscht die Reform des mit 1. Januar 1897 voll in Wirksamkeit getretenen Börsengesetzes; ihr eigentliches Bestreben ist wohl Beseitigung desselben, damit die Hemmungen der Spekulation, der berechtigten wie der unberechtigten, fallen, die eine Minderung der Börsenumsätze und des Einkommens der beteiligten Klassen notwendig herbeiführen. Immer allgemeiner tritt auch von anderen Seiten die Ansicht zu Tage, dass die Gesetzgebung eine missglückte sei; von der einen Partei wird erklärt, das Gesetz bedeute eine Gefahr für die Machtstellung der deutschen Börsen, die andere behauptet, die Reform sei eine ungenügende, das Börsenspiel, welches getroffen werden sollte, blühe in neuen Formen, die das Gesetz nicht treffe.

Auch uns scheint das Gesetz ein mangelhaftes, schon das absolute Verbot des Börsenterminhandels in Getreide und Mühlenprodukten und dagegen die allerdings beschränkte Gestattung dieser Handelsform in Wertpapieren, zeigt, wie Professor Baron mit Recht bemerkt, dass es ein Produkt ist, welches seine Existenz Kompromissen verdankt.

Doch ist dieser Vorwurf, der zu machen ist, nicht der einzige. Wir haben auch das Gefühl, dass die Vorarbeit in der Enquete eine nicht glückliche war;

die Börse ist eben ein Gebiet, welches dem erfahrenen Börsenmann täglich neue Erscheinungen bietet; es ist deshalb nicht zu verwundern; wenn recht viele praktische und noch mehr theoretische Ausführungen um den Kern der Materie herumirren.

Das Gesetz dürfte ein Pfadfinder sein; die Gesetzgebung wird an den bestehenden Normen nicht festhalten können, es werden andere Wege gesucht werden müssen, um die Effektenbörse — den der Allgemeinheit gehörigen eminent nützlichen Markt des mobilen Kapitals — frei zu machen von Elementen, die ihre wahre Funktion richtiger Preisbildung unterbrechen.

Die Arbeit, die wir vorlegen, ist ein Bruchstück einer grösseren; diesem theoretisch-systematischen Teil sollten geschichtliche Ausführungen vorangehen; wir beschränken uns vorerst auf die im Titel gegebene Materie der Tagesfrage.

Zürich, im Februar 1898.

I. Preisbildung und Krisen.

1. Um die richtige Preisbildung an den Effektenmärkten zu erkennen, erscheint vorerst notwendig, eine Trennung der Wertpapiere vorzunehmen in

A. *Terminwerte,* d. h. „hier" solcher Aktien, die nach vom Börsenvorstand festgesetzten Bestimmungen ausser per comptant per späteren Termin in der Regel gehandelt werden, und bei welchen vermöge der Einrichtung der Börse die Lieferung und der Bezug der Stücke, sowie die Zahlung der Differenzen durch Skontrierung möglich gemacht wird, und

B. *Kassawerte,* d. h. hier solcher Effekten, die in der Regel zur sofortigen direkten Ablieferung und Zahlung gelangen.

Diese Trennung in Termin- und Kassawerte erfolgt zur Erkenntnis des Einflusses der Spekulation auf die richtige Preisbildung. Ausser dieser Unterscheidung in Bezug auf die durch Einrichtungen der Börse geschaffene Möglichkeit, hervorragendes Spekulationsobjekt zu sein oder nicht, soll in den folgenden Ausführungen möglichst gleichartiges Effektenmaterial zur Vergleichung sich gegenübergestellt werden.

Die graphischen Tafeln (Tafeln I—V) geben die prozentuale Bewegung des Kurses der Anteile von sechs Bankaktiengesellschaften wieder.[1]) Diese letztern sind grosse Institute Deutschlands und Österreichs; sie geniessen gleiches Vertrauen; der Rückgang der Industrie und des Handels macht sich bei ihnen in den Erträgnissen in gleicher Weise geltend; bei der Preisentwicklung ihrer Aktien sollte deshalb ausser diesen Einflüssen auch die Lage des Geldmarktes, der Politik u. a. m. bei allen in gleicher Weise wirken.

Die anormal günstige oder ungünstige Entwicklung aus lokalen Ursachen bleibt selbstredend möglich; diese kann aber nur taxationsweise in Rechnung gezogen werden.

2. Die *graphische Tafel I*[1]) giebt die Entwicklung der Börse im Jahre 1892 wieder:[2])

Die Terminwerte *A* beginnen mit Jahresanfang rasch zu steigen; als Ursache der Preissteigerung giebt die Börse fallenden Verkehrszins und die Möglichkeit grosser Emissionsgeschäfte an. Der erste Höhepunkt wird am 3. Februar erreicht, nachdem die geängstigte Kontremine zu Deckungen geschritten und teilweise zur Haussepartei übergegangen ist. Nach Erledigung dieser Angstkäufe fallen die getriebenen Kurse, und die Terminwerte erreichen am 11. März annähernd den Preis vom Jahresbeginn. Die fallenden Kurse werden Veranlassung zu pessimistischer Betrachtung der Börsenlage (Unmöglichkeit von Emissionen, niedrige Dividendenschätzungen). Falsche Gerüchte vermehren die Verkäufe; günstige Ereignisse werden übersehen. Die geängstigte Haussepartei realisiert jetzt, sie wendet

[1]) Die prozentuale Bewegung durfte notwendig nicht vom Nominalwerte, sondern vom ungefähren durchschnittlichen Kurswerte als dem thatsächlichen Werte berechnet werden.

[1]) Die graphischen Tafeln I—V sind das Resultat von Kurstabellen, welche selbst hier in Anbetracht des verfügbaren Platzes nicht mit veröffentlicht werden können.

Doch bedarf die Methode deshalb einer Erläuterung:

Die Kurstabellen, welche die Grundlage der Tafeln bilden, zeigen den Stand der Wertpapiere, in unregelmässig notierten Terminen, da unsererseits der Wunsch besteht, nur die Höchst- und Tiefstpunkte der Spekulation wiederzugeben. Die notierten Termine richten sich nach den vorzüglichsten Hoch- und Tiefpunkten des Kurses der Österreichischen Kreditaktien in Wien, da angenommen werden kann, dass auch die sonstigen Termin- und Kassapapiere „ähnlichen" Bewegungen folgten.

Die Feststellung aller Hoch- und Tiefpunkte der verglichenen Effekten würde eine Tabelle mit einheitlichen Terminen nur dann gestatten, wenn die Tabelle alle Tageskurse des Jahres in sich begreifen würde. Die gern geübte Praxis der Wiedergabe des Kurses 8-, 14tägig oder monatlich ist zur Wiedergabe der Preisschwankungen unbrauchbar, da sie die wichtigsten Preisschwankungen nicht enthalten kann, welche unsere Tafeln — wenn auch nicht in vollständigem Masse aus angedeuteten Gründen, so doch zum Verständnis in genügender Weise — enthalten.

Die graphischen Tafeln beginnen mit dem Tageskurs vom 2. Januar und zeigen alsdann die vorzüglichsten Preisschwankungen, welche prozentual vom ungefähren Preise der Wertpapiere (dieser in Klammer) berechnet sind.

Kurs-Zu- und Abschläge durch abgetrennte Dividenden und verwertbare Bezugsrechte sind ordnungsgemäss in der Weise in Berücksichtigung gezogen, dass sie eine Preisschwankung in den Tafeln nicht darstellen.

[2]) Diese und die folgenden Aufzählungen der Börsenvorgänge sind ein Auszug aus einer eingehend bearbeiteten Börsengeschichte von 1892—1896.

und schliesst sich der Kontremine an. Ende März weisen hohe Deports auf anscheinend grosses Découvert hin. Die Wiener Spekulation greift ein, die Kurse steigen in rapidem Masse; am 4. Juni ist der zweite Höhepunkt erreicht. Wieder als Folge der schon vollzogenen Steigerung ändert sich die Anschauung der Spekulation über die Börsenlage. Eine gute Emissionsära, friedliche Aspekte, Nachrichten von guten Ernten umschweben die Börse. Der Höhepunkt wird durch Deckungen der Kontremine erreicht. Gleichzeitig wird die Tendenz beeinflusst durch Hereinnahme von Stücken in grossem Umfang und hierdurch bewirkten künstlichen Stückemangel. Jetzt fallen die Kurse bis 16. Juli auf Realisation hin und steigen auf Eingreifen jetzt deutscher Spekulanten bis 8. August, trotzdem in Hamburg die Cholera wütet. Erst mit Erscheinen der Bilanz der Österreichischen Kreditanstalt tritt erneuter Kursfall ein; die ungünstige Bilanz begründet man mit dem Wunsche der haute banque, zu fallen. Der Fall der Preise wird verschärft durch Würdigung der Cholera, Beginn der beantragten Börsensteuererhöhung und wahre und unwahre Gerüchte aller Art — und die Terminwerte streben nach vielfachen Schwankungen ihrem Niveau vom Jahresanfang wieder zu.

Die Kassawerte *B* geben in ihrer Preisbildung zu einem weiteren Eingehen keine Veranlassung, ihre Kursbewegung ist eine durchaus regelmässige.

Lösen wir die graphische Tafel I in Zahlen auf, ergiebt sich folgendes Resultat:

A. Die Preisbewegung der Aktien der Österr. Kreditanstalt beträgt: fl. 157. 35 = 98.30 % des Nominalwertes oder = 52.45 % des Kurswertes. Die Kursdifferenz am Jahresende gegen den Jahresbeginn beträgt 9½ % des Kurswertes; demnach abgekürzt 98.3 % d. N.-W. = 52.45 % d. K.-W.; + 9½ % d. K.-W.

In gleicher Weise berechnen wir die Bewegung der Anteile der Diskontogesellschaft mit 123.9 % d. N.-W. = 68.6 % d. K.-W. + 4¼ % d. K.-W.

Hiergegen .

B. Aktien der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt 21.15 % d. N.-W. = 13.2 % d. K.-W.; + 1⅓ % d. K.-W.

Aktien der Württembergischen Vereinsbank 13.5 % d. N.-W. = 10.8 % d. K.-W.; + 4¾ % d. K.-W.

In ähnlicher Weise zeigt sich die Preisbildung bei den übrigen Wertpapieren; während die Kurse der Terminwerte die Zickzacklinien der graphischen Tafel durchmachen, zeigen diejenigen der Kassawerte in den welligen Linien ihre ruhige Entwicklung.

So beträgt die Preisbewegung, wie oben berechnet:[1])

A. Aktien der ostpreussischen Südbahn 57.8 % d. N.-W. = 82.½ % d. K.-W. — 2.6 % d. K.-W. Die Kursbewegung gestaltet sich annähernd 68 %—83 %—66 %.

B. Aktien der Münchner Lokalbahn 23.7 % d. N.-W. = 21.½ % d. K.-W. + 9½ % d. K.-W. Die Kursbewegung gestaltet sich 105½—115 %.

Der Vergleich von „möglichst" Gleichartigem ist bei anderen Wertpapieren als Bankaktien kaum möglich. Bei der Wertbildung der Bahnaktien ist eine total verschiedene, auch normale Entwicklungsmöglichkeit in Betracht zu ziehen. Immerhin geben auch hier mehrjährige Vergleiche Anhaltspunkte über die verschiedene Preisentwicklung. Eine Auswahl in nur per Kassa gehandelten Aktien grösserer Bahngesellschaften giebt es nicht; es musste deshalb zu der in München allein gehandelten Lokalbahnaktie gegriffen werden.

3. Zu *Tafel II.*

A. Im Jahr 1893 stehen die Terminwerte anfänglich unter dem Einfluss der österreichisch-ungarischen Finanzgeschäfte. Die Kurse erreichen am 29. März ein um fast 15 % des Nominalwertes höheres Niveau. Die Steigerung erhöht die Taxationen der Dividenden von Spekulationswerten. Die thatsächliche Bekanntgabe der Bilanzen giebt anderseits später kund, dass die Erträgnisse weit überschätzt wurden; hierdurch wird aber die steigende Tendenz nicht im geringsten beeinflusst. Alles kauft, und die Kontremine deckt und wendet. Der Höhepunkt ist damit erreicht. Das Vorkommen der Cholera an einem kleinen Ort am Atlantischen Ocean wird angeblich zur Veranlassung des beginnenden Falls. Politische Vorgänge in Serbien treten hinzu. Beide Momente sind jedoch nicht die wahren Ursachen des Falls; diese sind in den Realisationen der Haussepartei, denen Kauflust nicht gegenüberstand, zu suchen. Die Spekulation erkennt die blind vorgenommene Überschätzung. Mitte Mai wird die nun auch eingetretene Thätigkeit der Kontremine, die wahre und erfundene Gerüchte für weiteren Kursfall ausbeutet, unterstützt durch die australische Krisis. Diese bewirkt ein Steigen des Handelszinses. Nach kurzer Erholung bis 5. Juni fallen die Spekulationswerte mit geringer Unterbrechung unter Einfluss mehrfacher Vorkommnisse und thatsächlichen Geldmangels im Verkehr bis Jahresende. Während des Falls nimmt die Kontremine an Ausdehnung zu.

Die andauernd festere Tendenz in Österreich veranlasste eine verschiedene Preisgestaltung der deutschen und der österreichischen Spekulationseffekten.

---

[1]) Die Kursschwankungen nach den Terminen der Tafel berechnet.

B. Die Kassaeffekten behielten ihr bisheriges Niveau bei geringen Schwankungen bei. Sie machten die künstliche Steigerung bei Jahresbeginn nicht mit, infolgedessen auch nicht deren Fall.

Die Bewegungen betragen

A. Aktien der Österr. Kreditanstalt fl. 169. 25 = 105¾% d. N.-W. oder *56.4%* d. K.-W., Kursdifferenz + 13% K.-W.

Anteile der Diskontogesellschaft 95.9 % d. N.-W. oder *56½%* d. K.-W.; — 0.1% d. K.-W.

B. Aktien der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt 35.7% d. N.-W. oder *22.4%* d. K.-W.; + 11½% d. K.-W.

Aktien der Württembergischen Vereinsbank 11.4% d. N.-W. oder *9%* d. K.-W.; + 3.4% d. K.-W.

A. Aktien der Ostpreussischen Südbahn 41.5 % d. N.-W. *59.3%* d. K.-W.; + 1.9 % d. K.-W.

B. Aktien der Münchner Lokalbahn 22.5% d. N.-W. oder *18.¾%* d. K.-W.; + 7½% d. K.-W.

Die etwas getrennte Bewegung der Aktien der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt ist Folge der dort verteilten relativ guten Dividende pro 1892 und überhaupt der günstigeren Entwicklung der Bank.

4. Zu *Tafel III.* (1894.) *A.* Dem seit 29. März 1893 andauernden Fall der Spekulationseffekten folgt im Jahre 1894 eine fortgesetzte Steigerung derselben. Man sieht in dem rasch fallenden Zins ein Eingreifen der haute banque. Die anfänglich von Deutschlands Börsen negierte Haussetendenz in Wien wird nach Abschluss des deutsch-russischen Handelsvertrags auch dort aufgenommen. Die thatsächlich ungünstigen Bilanzen der Banken halten die steigende Tendenz nicht auf, ebensowenig die Schädigung, die Italien seinen Gläubigern durch ungefragte Reduzierung des Zinses zufügt. Der deutsch-russische Handelsvertrag wird auch Veranlassung zu rapider Kurstreiberei der wenigen noch nicht verstaatlichten östlichen Eisenbahnen. Hauptstimulus des Jahres ist niedriger Verkehrszins, der fast bis Jahresschluss anhält. Nur Ende Dezember zeigt sich Stückeüberfluss; doch unter dem Einfluss aller möglichen und unmöglichen Gerüchte werden die Positionen in das neue Jahr hinübergeschoben. Das Jahr 1894 brachte deshalb keinen Rückschlag.

B. Die Kassawerte folgten der Tendenz der Terminwerte; sie verzeichnen unter Einfluss des anlagesuchenden Kapitals eine andauernde Steigerung des Preises.

Die Bewegungen betragen:

A. Aktien der Österreichischen Kreditanstalt fl. 178. 65 = 111.6 % d. N.-W. oder *51½%* d. K.-W. die Kursdifferenz beträgt + 17½ % d. K.-W.

Anteile der Diskontogesellschaft 96½ % d. N.-W. oder *53%* d. K.-W.; + 19½ % d. K.-W.

B. Aktien der Württembergischen Vereinsbank 25.6 % d. N.-W. oder *20%* d. K.-W.; + 14 % d. K.-W.

Aktien der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt 28¼ % d. N.-W. oder *16¼%* d. K.-W.; + 12 % d. K.-W.

Die Bewegung der früher angeführten Bahnaktien beträgt:

A. Aktien der Ostpreussischen Südbahn 52.95 % d. N.-W. oder *66.2%* d. K.-W.; + 18½ % d. K.-W.

B. Aktien der Münchner Lokalbahn 23.6 % d. N.-W. oder *19.7%* d. K.-W.; + 6½ % d. K.-W.

5. Zu *Tafel IV* (1895):

A. Der geforderte hohe Zins für Reports am Jahresende macht sofort dem im Jahre 1894 herrschenden niederen Zins wieder Platz. Die Geldreservoirs sind wieder offen. Das Zeichen grosser Kontreminepositionen veranlasst die Wiener Spekulation, sich zu decken. Unter dem Einfluss von Gerüchten aller Art und der Käufe der Baissepartei steigen die Kurse neuerlich. Ermahnungen von staatlicher Seite, welchen Lombardeinschränkungen der Österreichisch-ungarischen Bank folgen, weiter die ungünstige Entwicklung der österreichischen Zuckerindustrie veranlassen eine Reaktion; die Kurse fallen unter diesem Einfluss bis Ende Februar. Jetzt tritt Berlin in den Vordergrund. Gute Bilanzen beweisen anscheinend den Wunsch der haute banque nach anhaltender Haussetendenz; das Eingreifen derjenigen Berliner Finanzmächte, die die Benützung des Marktes für ihre Zwecke als natürliche Einkommensquelle betrachten, unterstützt die steigende Tendenz. Trotz grossem flottantem Material, bewiesen durch die hohen Reportconti der Banken und deren gestiegenen Acceptverbindlichkeiten, wird zu niedrigem Zinsfuss in Berlin geschoben, und die Spekulation so ermuntert. Die Engagements erhalten einen grossen Umfang; den grossen Kontrepositionen stehen riesige Hausseengagements gegenüber.

Die Tendenz erhält künstliche Anregung durch die Diskontogesellschaft, welche die Norddeutsche Bank in sich aufnimmt. Der aus Handelszeitungen ersichtliche Wunsch der die Operation garantierenden Unternehmer, das ihr zufliessende Material zu hohem Kurse zu begeben, veranlasst eine durch die inneren Verhältnisse des Institutes nicht gegebene Kurssteigerung.

In Wien ist der Reportzinsfuss bis 15% gestiegen; doch unter dem Einfluss einer Bahnenhausse auf angebliche Verstaatlichungsideen der Regierung und der beginnenden raschen Steigerung der Nebenbanken nimmt auch hier die Steigerung wieder grossen Umfang an.

Die deutsche Bankenhausse findet neue Unterstützung in der Beteiligung deutscher Banken an Goldminengesellschaften. Namentlich die Deutsche und die Dresdener Bank sollen dort grosse Gewinne realisiert haben, und deren Aktien werden unter diesem Einflusse und dem nicht dementierter Gerüchte von horrenden Semestralgewinnen in kolossaler Weise getrieben.

Mit Steigen des Verkehrszinses im September zeigen sich Reaktionen; doch jeder Reaktion reiht sich ein Eingreifen der Finanzmächte an. Mitte Oktober erfolgt ein dauerndes Anziehen des Diskonts in Deutschland. Der scharfe Rückgang der Goldshares veranlasst das bisher diskontierungswillige England, die Diskontierung französischer und deutscher Finanzwechsel einzuschränken und endlich teilweise einzustellen. Die Goldshares fallen in Paris und London jetzt panikartig. In der Türkei und in Petersburg bricht eine Börsenkrise aus. Der Kursfall der türkischen Werte und besonders der Aktien der Banque Ottomane bewirkt auf dem Pariser Markt einen starken Rückgang. In Budapest und Wien zeigt sich die Unmöglichkeit, die Positionen aufrecht zu erhalten.

Der Zahltag in Paris ist überwunden; doch zeigt die ausserordentliche Nervosität der Wiener und Budapester Börse die Unhaltbarkeit des Zustandes.

Die Krisis ist da; ein panikartiger Rückgang erfolgt am 9. November an allen Börsen.

Der Krisis folgt rasche Erholung. Anscheinend ist die Situation überwunden. Der Erholung folgt ein neuer starker Kursfall, und die Spekulationswerte notieren tiefer als bei Beginn des Aufstiegs.

B. Die Entwicklung der Kassawerte wird ebenso beeinflusst von dem sich in niedrigem Zins anscheinend zeigenden Anlagebedürfnis des Kapitals. Immerhin besteht keine Überstürzung; die Entwicklung ist eine langsam aufwärtssteigende. Die Krisis im November bewirkt nur einen schwachen Kursfall, ebenso diejenige vom Dezember.

Die zahlenmässige Kursbewegung gestaltet sich

a) Auf dem Bankenmarkte:

A. Aktien der Österreichischen Kreditanstalt fl. 411.$_{10}$ = 257 % d. N.-W. oder *117 %* d. K.-W. Kursdifferenz: — 10½ % d. K.-W.

Aktien des Wiener Bankvereins 249.$_1$ % d. N.-W. oder *187 %* d. K.-W. Kursdifferenz: — 9 % d. K.-W.

Anteile der Diskontogesellschaft 192¾ % d. N.-W. oder *96⅜ %* d. K.-W. Kursdifferenz: — 0.$_{75}$ % d. K.-W.

Aktien der Deutschen Bank 180.$_3$ % d. N. W. oder *106 %* d. K.-W. Kursdifferenz: + 15¼ % d. K.-W.

B. Aktien der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt 57.$_6$ % d. N.-W. oder *28.$_8$ %* d. K.-W.; + 13½ % d. K.-W.

Aktien der Württembergischen Vereinsbank 36.$_9$ % d. N.-W. oder *26 %* d. K.-W.; + 5⁷/$_{10}$ % d. K.-W.

Aktien der Deutschen Genossenschafts-Bank 21.$_8$ % d. N.-W. oder *18 1/10 %* d. K.-W.; + 1³/$_{10}$ % d. K.-W.

Aktien der Bayerischen Vereinsbank 36.$_4$ % d. N.-W. oder *18.$_2$ %* d. K.-W.; + 3½ % d. K.-W.

b) Auf dem Bahnenmarkt:

A. Aktien der Ostpreussischen Südbahn 87.$_{30}$ % d. N.-W. oder *97 %* d. K.-W.; + 0.$_{10}$ % d. K.-W.

Aktien der Österreichisch-ungarischen Staatsbahn fl. 421.$_3$ = 168 % d. N.-W. oder *112 %* d. K.-W.; — 13 % d. K.-W.

B. Aktien der Münchener Lokalbahn 51.$_{55}$ % d. N.-W. oder *39 1/2 %* d. K.-W.; + 8¾ % d. K.-W.

6. Zu *Tafel V* (1896):

A. Nach der doppelten Krise erfolgt bei fallendem Marktzins eine rasche Steigerung der Spekulationswerte, welche bis 14. Februar anhält. Die teilweise recht ungünstigen politischen Nachrichten üben keinerlei Einfluss aus. Die Steigerung ist eine anscheinend von der der Börse selbst angehörigen Spekulation inscenierte. Die Kurse fallen deshalb wieder rasch und sind am 26. Mai teilweise unter ihrem Niveau vom Jahresbeginn. — Es beginnt eine neue Aufwärtsbewegung, wieder von der Spekulation insceniert, „die Bankdirektorenhausse", wie sie, weil auf Initiative aus diesen Kreisen entstanden, von den Wiener Blättern genannt wird; sie dauert bis 15. Juli. Die Reaktion währt bis 5. August. Doch die Geschäftsthätigkeit der Wiener Spekulanten treibt die Werte bis 9. September, trotzdem die Wirren im Orient und griechische Expansionsgelüste „aus politischen Gründen" eine Steigerung nicht rechtfertigen. Die Kurse fallen wieder; das Publikum greift am Spekulationsmarkt nicht kaufend ein, gleichzeitig steigt der Zins; es entwickelt sich in Deutschland im Verkehr ein seltener Geldmangel, der eine Entwicklung der Spekulation nicht zulässt. Nach vollendeter Dezemberliquidation fällt der Zins, und die Kurse steigen, trotzdem die Situation im Osten, die Reorganisation der griechischen Armee, die Haltung Kretas und die Unruhen in Konstantinopel auf politische Verwicklungen hindeuten.

B. Die Kassawerte zeigen meist nur unbedeutende Veränderungen; sowohl der niedere, wie der später hohe Zins haben anscheinend wenig Einfluss auf die Preisentwicklung.

Der allseitig anerkannt gute Gang deutscher Industrie und höhere Erträgnisse derselben waren Ver-

anlassung zu Meinungskäufen von Aktien industrieller Gesellschaften. Die Kauflust am Kassamarkt veranlasste eine grosse Reihe von Neugründungen, deren Aktien mit hohem Agio dem Publikum zugeführt wurden. Auch diese neubegründeten Werte erhalten sich ihren hohen Kursstand. Vorerst zeigen sich hier keine Schattenseiten der zu emsigen Thätigkeit der Emissionsfirmen.

Die Kursbewegung giebt folgende Zahlen:

A. Österreichische Kreditaktien: Fl. 225.85 = 141 ½ % d. N.-W. oder *64 ½ %* d. K.-W. Kurssteigerung = + 9 ½ % d. K.-W.

Diskonto-Anteile: 82.4 % d. N.-W. oder *41.2 %* d. K.-W. Kurssteigerung = + 7 % d. K.-W.

Aktien der Ostpreussischen Südbahn 39.10 d. N.-W. oder *43 ½ %* d. K.-W. Kurssteigerung = + 2 % d. K.-W.

B. Aktien der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt: 23.9 % d. N.-W. oder *11.95 %* d. K.-W.; + 2 ¾ % d. K.-W.

Aktien der Württembergischen Vereinsbank: 20.1 % d. N.-W. oder *14.3 %* d. K.-W.; + 4 % d. K.-W.

Aktien der Münchener Lokalbahn: 35 ¼ % d. N.-W. oder *28 ¼ %* d. K.-W.; — 13.6 % d. K.-W.

7. Eine *Gesamtübersicht* der Preisbewegung giebt *Tafel VI.* Sie kennzeichnet die Hoch- und Tiefpunkte der Spekulation ohne Berücksichtigung der kleinen Schwankungen und der Dividenden-Ab- und Zuschläge. Die angeführten 6 Bankaktien gehen sämtliche mit grösserer Kurssteigerung aus dem Verkehre von 5 Jahren. Diese beträgt:

A. Aktien der Österreichischen Kreditanstalt 28 % d. K.-W.

Anteile der Diskontogesellschaft 22 % d. K.-W.

Aktien der Deutschen Bank 31 % d. K.-W.

B. Aktien der Allgemeinen Deutschen Kredit-Anstalt 32 % d. K.-W.

Aktien der Württembergischen Vereinsbank 26 % d. K.-W.

Aktien der Deutschen Vereinsbank 23 % d. K.-W.

Ferner:

A. Anteile der Berliner Handelsgesellschaft 18 % d. K.-W.

Aktien der Dresdener Bank 17 % d. K.-W.

Aktien des Wiener Bankvereins 19 % d. K.-W.

B. Aktien der Bayerischen Vereinsbank 26 % d. K.-W.

Aktien der Deutschen Effekten- und Wechselbank 19 % d. K.-W.

Die Entwicklung der Bankwerte im Zeitraum von 5 Jahren ist demnach eine ziemlich gleichmässige. Eine etwas erhöhte Kurssteigerung machten die Aktien der Deutschen Bank und der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt durch, welche in der aussergewöhnlich guten Entwicklung der Unternehmen ihre vornehmste Ursache hat.

In der Kurssteigerung aller Werte findet der fallende Kapitalzins, sowie die dauernde Beliebtheit, welche Bankaktien als Kapitalanlagen geniessen, Ausdruck; endlich waren die höheren Dividenden Ursache eines höheren kapitalisierten Wertes.

Eine ähnlich gleichartige Entwicklung ist, wie schon bemerkt wurde, bei Industriewerten nicht möglich. Selbst die Bahnaktie, welche als am wenigsten variable Einkommensquelle betrachtet werden kann, ist zuviel von lokalen Bedingungen abhängig. Hier lässt sich eben nicht Gleiches mit Gleichem vergleichen.

A. Die Aktie der Ostpreussischen Südbahn hat eine Steigerung von 32 % d. K.-W.

B. Die Aktie der Münchener Lokalbahn eine solche von 7 % d. K.-W.

Die verschiedene Entwicklung liegt hier vollständig in den inneren Verhältnissen der Unternehmen. Die Aktie der Ostpreussischen Südbahn hat steigende Dividenden, die Aktie der Münchener Lokalbahn fallende Dividenden und überhaupt nicht die gewünschte Entwicklung zu verzeichnen.

War die endgültige Kursgestaltung der Wertpapiere eine verhältnismässig gleiche, machten die Terminwerte *A* und die Kassawerte *B* durchaus verschiedene Wege, um dorthin zu gelangen.

Die Effekten *A* zeigen mit ihren rasch steigenden und fallenden Linien die Beeinflussung des Preises durch andere Ursachen, wie die Werte *B*.

Wird wieder die Tafel VI in Zahlen umgesetzt, so ergiebt sich folgendes Resultat:

A. Die Aktie der Österreichischen Kreditanstalt machte nach den Tabellen im Laufe der fünf Jahre eine Kursbewegung durch von 341.85 % d. K.-W.

Die Anteile der Diskontogesellschaft eine solche von 315.49 % d. K.-W.

Hiergegen:

B. Die Aktie der Allgemeinen Deutschen Kreditanstalt hatte eine Kursbewegung von 80.65 % d. K.-W.

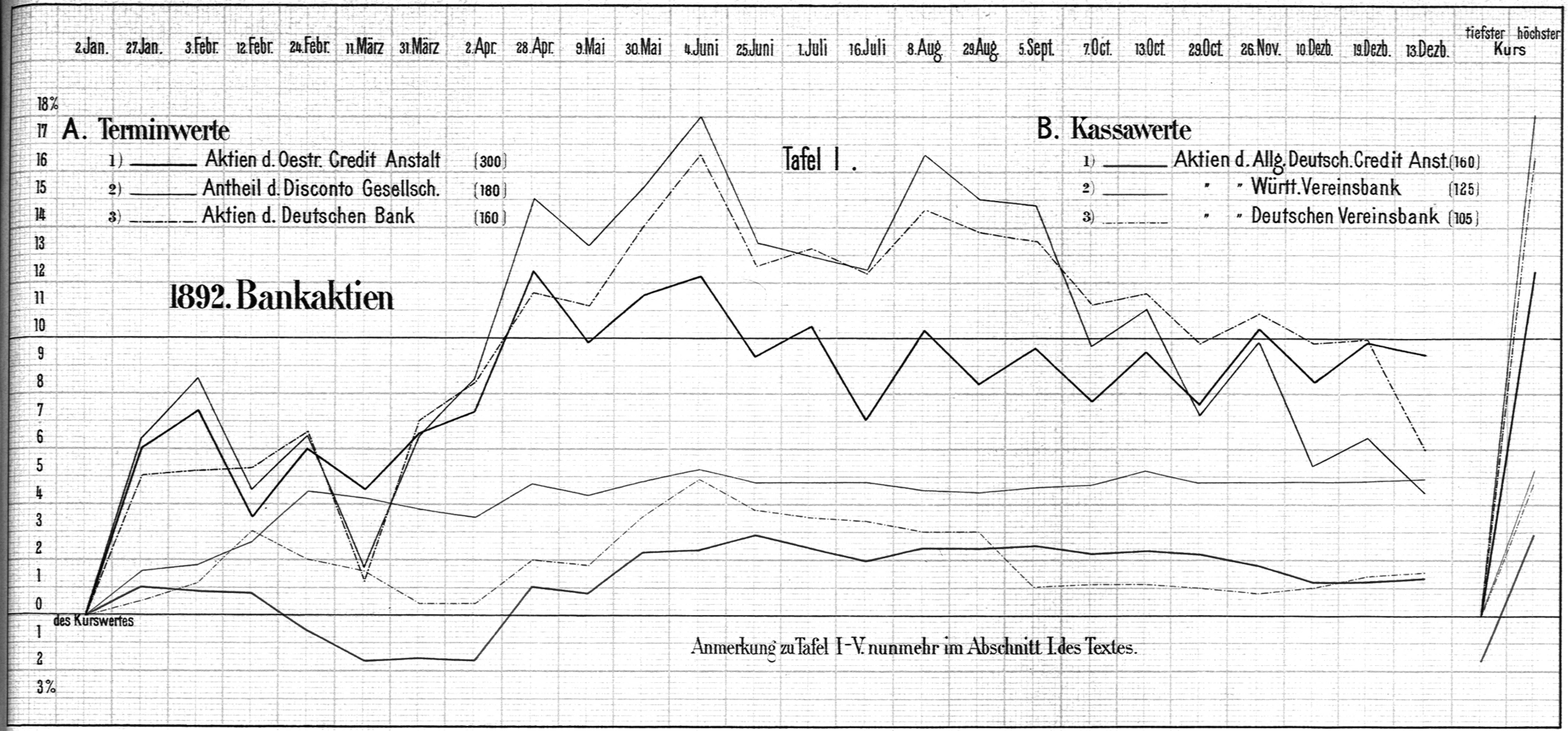
Die Aktie der Württembergischen Vereinsbank eine solche von 80.55 % d. K.-W.

Anderseits hatte:

A. Die Aktie der Ostpreussischen Südbahn eine Bewegung von 348.50 % d. K.-W.

B. Die Aktie der Münchener Lokalbahn eine Bewegung von 127.70 % d. K.-W.

Die Ursache der verschiedenen Entwicklung, welche die Werte *A* gegen *B* vorübergehend zeigen, liegt zwar anscheinend in deren Eigenschaft, Terminwerte zu sein oder nicht; sie ist jedoch in der Verwendung der Terminwerte als Spekulationsobjekte zu suchen.



Anmerkung zu Tafel I-V. nunmehr im Abschnitt I des Textes.

1893. Bankaktien

Tafel II.

A. Terminwerte

1) ——— Aktien d. Oestr. Credit Anstalt (300)
2) ——— Antheil d. Disconto Gesellsch. (170)
3) ——— Aktien d. Deutschen Bank (160)

B. Kassawerte

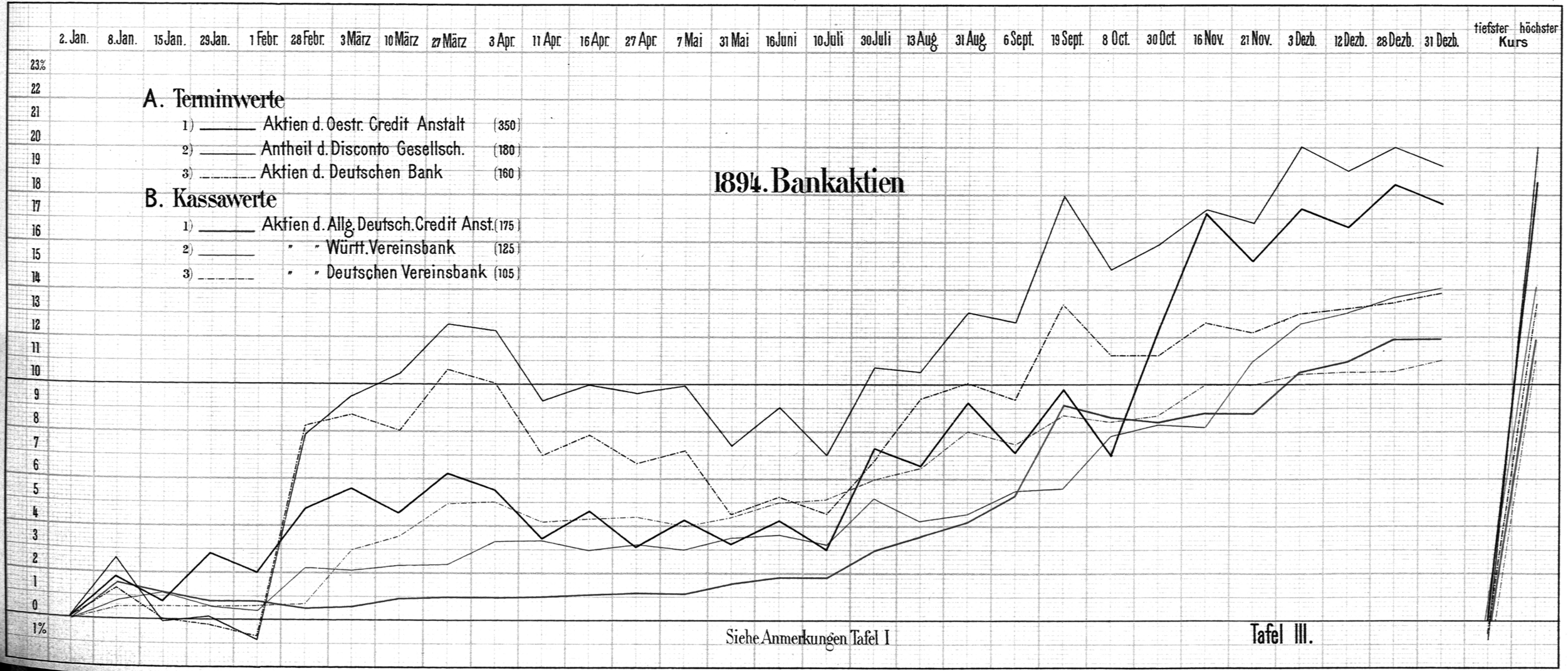
1) ——— Aktien d. Allg. Deutsch. Credit Anst. (160)
2) ——— " " Württ. Vereinsbank (125)
3) ——— " " Deutschen Vereinsbank (105)

2 Jan. | 17 Jan. | 25 Jan. | 27 Febr. | 29 März | 17 Apr. | 18 Mai | 5 Juni | 30 Juni | 6 Juli | 25 Juli | 1 Aug. | 21 Aug. | 14 Sept. | 19 Sept. | 6 Oct. | 25 Oct. | 2 Nov. | 30 Nov. | 6 Dezb. | 11 Dezb. | 18 Dezb. | 30 Dezb.

tiefster höchster Kurs

18% 17 16 15 14 13 12 11 10 9 8 7 6 5 4 3 2 1 0 1 2 3 4 5%

Siehe Anmerkungen Tafel I



Siehe Anmerkungen Tafel I

Tafel III.

8. Die Betrachtung der Tafel VI zeigt als Heilung krankhafter Auswüchse der Effektenbörse folgende „Krisen“:

a) Einen allgemeinen Rückgang der Terminwerte am 4. Juni 1892 infolge vorheriger Überwertung derselben. Es tritt bis 31. Dezember eine Unterwertung ein; die vorher über die Kassawerte weit erhobenen Terminwerte fallen jetzt unter das Kursniveau derselben.

b) Eine neuerliche ungerechtfertigte Steigerung der Terminwerte bis 29. März 1893 findet in einer intensiven Reaktion der gleichen Effekten (bis 18 % des Kurswertes) bis 2. November 1893 ihren Ausgleich. Auch hier steigen die Terminwerte über das Normalkursniveau der Kassawerte, um unter dasselbe wieder zu fallen.

c) Die rasche Steigerung des Jahres 1894 wird im Februar 1895 nur vorübergebend aufgehalten; Berliner grosse Emissionsgeschäfte, vornehmlich die Emission neuer Anteile der Diskontogesellschaft zur Ablösung der Norddeutschen Bank bewirken eine Fortdauer der Steigerung bis 30. September 1895. Die Steigerung der Wertpapiere war in den Verhältnissen des Kapitalmarktes und in der günstigen Entwicklung von Industrie und Handel gegeben; diese Steigerung wurde am Terminmarkt in ausserordentlicher Weise übertrieben. Als erste Folge der Ausschreitung finden wir den panikartigen Rückgang aller Terminwerte am 9. November 1895, welcher als internationale Börsenkrise bezeichnet werden kann.

d) Der Krise vom 9. November 1895 folgt eine rapide Steigerung bis 18. November 1895; es zeigt sich jedoch, dass der Markt nicht entlastet ist; grosse Exekutionen führen einen neuen rapiden Preisrückgang herbei. Der Tiefstpunkt wird am 21. Dezember 1895 erreicht. Diese Krise muss als Nachkrise derjenigen vom 9. November bezeichnet werden.

Die Rückgänge vom 9. November, beziehungsweise 21. Dezember 1895, sind weitaus stärker als die früher erwähnten. Die Ursache liegt in den länger andauernden Übertreibungen am Terminmarkt; wäre die Reaktion Ende 1894 oder Anfang 1895 erfolgt, wäre dieselbe weit milder gewesen. Diese Reaktion aber wurde zurückgehalten durch die Geschäftslust der Finanzmächte.

e) Wieder überholen am 14. Februar 1896 bereits die Terminwerte die Kassawerte. Die natürliche Folge ist eine Reaktion bis 29. April. Die weitere Thatenlust der Börsenkreise wurde im Jahre 1896 durch die Geschäftsunlust des Publikums aufgehalten.

9. Die fünf Krisen haben folgendes gemeinsam:

α) Der ungerechtfertigten Kurssteigerung über den Wert folgt ein Kursfall unter den Wert.

β) Nicht die Lage des allgemeinen Effektenmarktes bewirkt die Krise; letztere ist Folge der Spekulation am Terminmarkte.

II. Spekulation.

Spekulation, berechtigte und unberechtigte Spekulation und endlich Börsenspiel sind Begriffe, denen thatsächliche Unterscheidungsmerkmale zu fehlen scheinen. Der Bericht der deutschen Börsenenquetekommission giebt eine Definition der Spekulation; er bezeichnet sie als „diejenige geistige Thätigkeit, welche aus der Erfahrung der Vergangenheit und aus der Beobachtung der Gegenwart einen Schluss auf die Zukunft zieht und auf Grund eines solchen Schlusses eine wirtschaftliche Handlung vornimmt in der Absicht, durch dieselbe einen Vermögensvorteil zu erlangen“. [1]) Diese geistige Thätigkeit bezeichnet der gleiche Kommissionsbericht als „berechtigte Spekulation“; verschieden von dieser sei das Streben nach Gewinn ohne jedes Nachdenken, ohne jede Berechnung, ohne jede geistige Thätigkeit, bei letzterem handle es sich um Spiel und Wette, bei denen wesentlich der Zufall entscheide, ob ein Erfolg oder Misserfolg eintrete. Für nicht berechtigte Spekulation hält demnach die Kommission nur Spiel und Wette, als nicht geistige Thätigkeit, als Streben nach Gewinn ohne jedes Nachdenken.

Die Gegner des Börsentermingeschäfts, bezw. die Minderheit der Kommission halten ebenso die allgemeinen Ausführungen über den Begriff „Spekulation“ für durchaus berechtigt und zutreffend. Gerade aber das börsenmässige Termingeschäft führe vielfach zu Geschäften, die nicht die Frucht des Nachdenkens, der Erfahrung und der richtigen Beurteilung der thatsächlichen Verhältnisse wären, und die gleichwohl in Börsenkreisen als berechtigt angesehen würden. Wenn jemand z. B. auf 12 Monate Kaffee, oder im März Hafer per Herbst kaufe oder verkaufe, wo doch jede Berechnung über das Ergebnis absolut ausgeschlossen sei, so hätten diese Geschäfte zweifellos mehr den Charakter der Wette als den der Spekulation im Sinne der gemachten Darlegungen. Die Minderheit fügt später bei, dass die Mehrheit der vom Privatpublikum abgeschlossenen Termingeschäfte als auf Berechnung und Erfahrung beruhend nicht angesehen werden könnten, und der Beamte und der Offizier, der Landwirt und der Handwerker, ja auch selbst die meisten Kaufleute,

[1]) Bericht der Börsenenquetekommission. Berlin 1893, pag. 75.

die nicht dem Banquiergewerbe angehörten, erhöben wohl selbst nicht den Anspruch, wenn sie in dem gleichen Wertstück bald à la baisse, bald à la hausse spekulierten, aus der Erfahrung der Vergangenheit und der Beobachtung der Gegenwart Schlüsse auf die Zukunft gezogen zu haben.

Baron [1]) sieht den Grund obiger Definition in der Absicht, in sonoren Worten das hohe Lied der Spekulation im allgemeinen zu singen.

Die anfangs gegebene Definition könnten wir ohne weiteres zu der unsrigen machen. Die Folgerung, die jedoch eine Scheidung in berechtigte und unberechtigte Spekulation bringt, erscheint so fein, dass eine solche auf dieser Grundlage überhaupt nicht möglich ist.

Die Kommission sagt, die Anlage auf sicherste Hypotheken beruhe auf der mehrerwähnten geistigen Thätigkeit, die aus der Vergangenheit und Gegenwart Schlüsse auf die Zukunft zieht. Auch hier sei der Erfolg nicht sicher, demgemäss liege auch hier eine Spekulation vor, die sich von der des Kaufmanns, welcher Termingeschäfte mache, prinzipiell nicht unterscheide. Es ist bedauerlich, dass der Bericht nicht Beispiele der im Auge gehabten unberechtigten Spekulation bringt; die Minderheit versucht dies, indem sie sagt, dass die an der Börse spekulierenden Beamten, Offiziere etc., die nicht dem Banquierstand angehörten, nicht Anspruch auf die mehr erwähnte geistige Thätigkeit erheben könnten. Es scheint somit, dass die vom Banquier hier entwickelte geistige Thätigkeit dem Offizier, Beamten etc. mangelt.

Eine jede auf Gewinn gerichtete wirtschaftliche Handlung kann doch einen andern Ursprung nicht haben als die geistige Thätigkeit des Menschen, der aus der Erfahrung der Vergangenheit einen Schluss in die Zukunft zieht. Eine Unterscheidung, die deshalb hier der Bericht versucht, ist absolut unmöglich. Wer ist denn dann Spieler an der Börse? Betrachten wir die niederste Stufe der Spekulanten, den Börsenjobber, der die stündlichen Konjunkturen benützt; thut man diesem nicht schweres Unrecht, wenn man ihm eine geringere geistige Thätigkeit zumutet, als dem Hypotheken anlegenden Kapitalisten? Zieht nicht auch er aus Erfahrung der Vergangenheit einen Schluss auf die Zukunft?! Die Zukunft, an die er denkt, ist allerdings vielleicht kurz, vielleicht ist hingegen seine geistige Thätigkeit eben eine intensivere.

Gschwindt [2]) meint, der Spekulant unterscheide sich von dem Börsenspieler durch zwei Eigenschaften, durch Urteilsfähigkeit und Kapitalskraft. Vermöge dieser Eigenschaften könne er eine ungünstige Kursentwicklung länger ertragen, als der wirtschaftlich schwache, kleine Jobber; er finde noch Kredit zur Prolongation, wenn jener schon seine „Börsenengagements“ lösen müsse etc.

Uns erscheint, dass der kapitalkräftige Börsenmann, der ein seinem Kapital nicht entsprechendes zu hohes Engagement eingeht, doch sicher weit mehr Spieler ist, wie der weniger bemittelte Privatmann, der mit 25 österreichischen Kreditaktien sein Glück zu finden sucht. Aus einer Unterscheidung, wie sie Gschwindt versucht, würden wohl nur noch grössere Komplikationen entstehen.

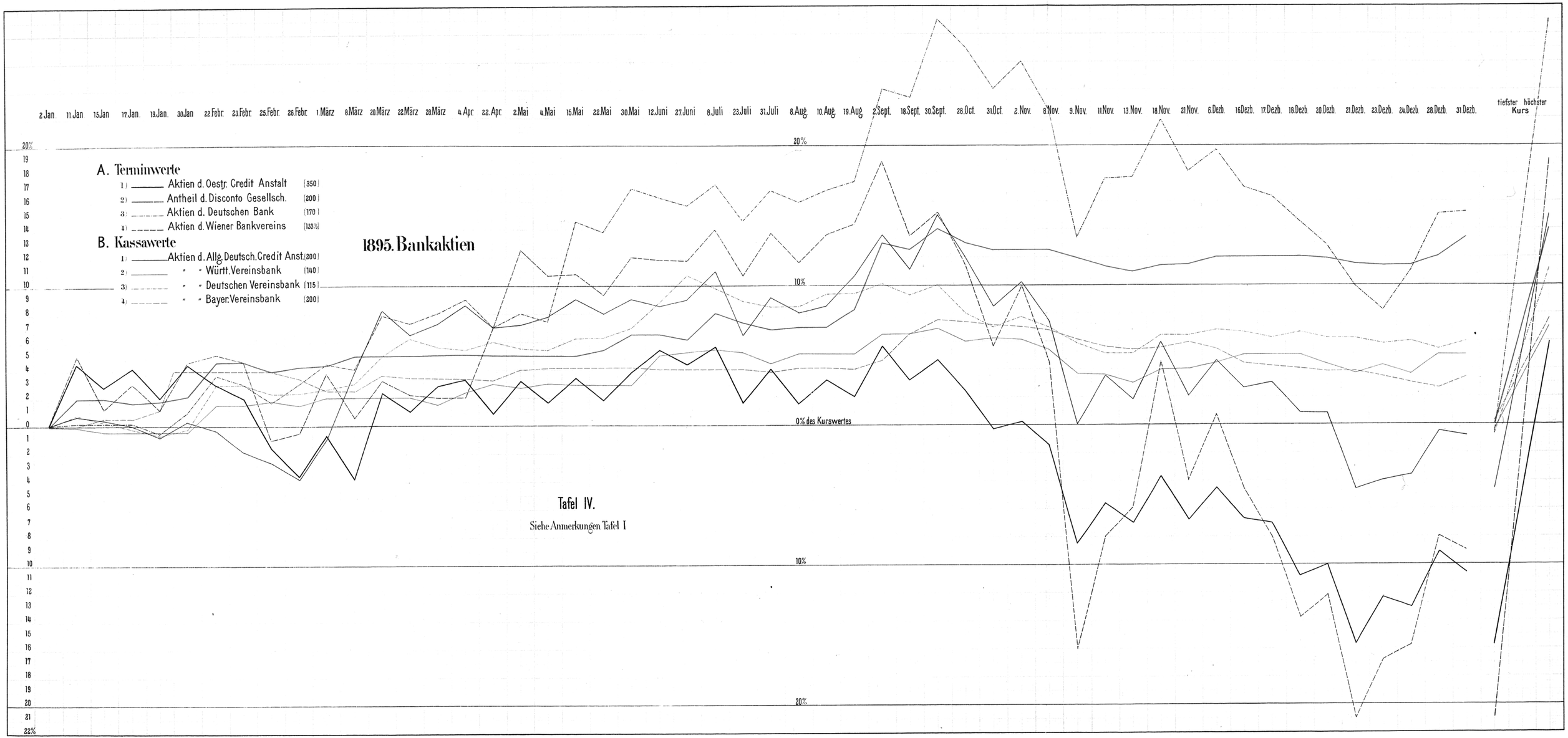
Eine Trennung mit Rücksicht auf die geistige Thätigkeit, wie sie der Börsenenquetebericht giebt, oder auf die Urteilsfähigkeit und Kapitalkraft vorzunehmen, ist direkt unmöglich; die Antwort auf die Frage, ob eine Spekulation berechtigt oder nicht, kann unseres Erachtens in den Absichten, die das einzelne Geschäft verfolgt, allein gesucht und gefunden werden. Lexis [1]) nennt Spekulation die Regelung des geschäftlichen Verhaltens oder Verfahrens nach der Vorausschätzung künftiger Konjunkturen, namentlich der künftigen Preisgestaltung der für den Spekulierenden in Betracht kommenden Gegenstände. Er sieht also ab von der geistigen Thätigkeit oder der Kapitalskraft des Spekulierenden. Wir wollen diese Definition deshalb zur Vermeidung von Irrtümern zu der unseren machen.

Überall im wirtschaftlichen Leben tritt uns die Spekulation entgegen; wir finden sie, wo der Mensch überhanpt eine wirtschaftliche Handlung vornimmt. Von den Geschäften des Börsenmanns, der Engagements unterhält, die sein Vermögen vielleicht um das Zwanzigfache übersteigen, der vermittelst falscher Gerüchte oder Übertreibung von Thatsachen nur in Ausnützung der Börsensituation seine geistige Thätigkeit entfaltet, bis zu denen des Kapitalisten, der seine disponiblen Mittel auf sicherste Hypothek, also fast risikofrei anlegt, ist doch wohl ein himmelweiter Weg. Ersteigen wir diese Himmelsleiter, so kommen wir — die tiefsten und höchsten Stufen nicht einmal betrachtet — nach der ersten Stiege vielleicht zum Privatmann, der mit vorrätigem barem Gelde sich Staatsrenten kauft, oder zum Bäcker, der den Mehlbedarf für den künftigen Monat deckt. Beide thun dies in der Hoffnung, dass der Preis der gekauften Ware steigen werde. Dann finden wir als weitere Mittelstiege vielleicht den Kapitalisten, der später eingehende Gelder durch Vorkauf von Effekten deckt, oder den Müller, der ohne gerade

[1]) Dr. J. Baron: Die Börsenenquete. Berlin 1895,. pag. 50.

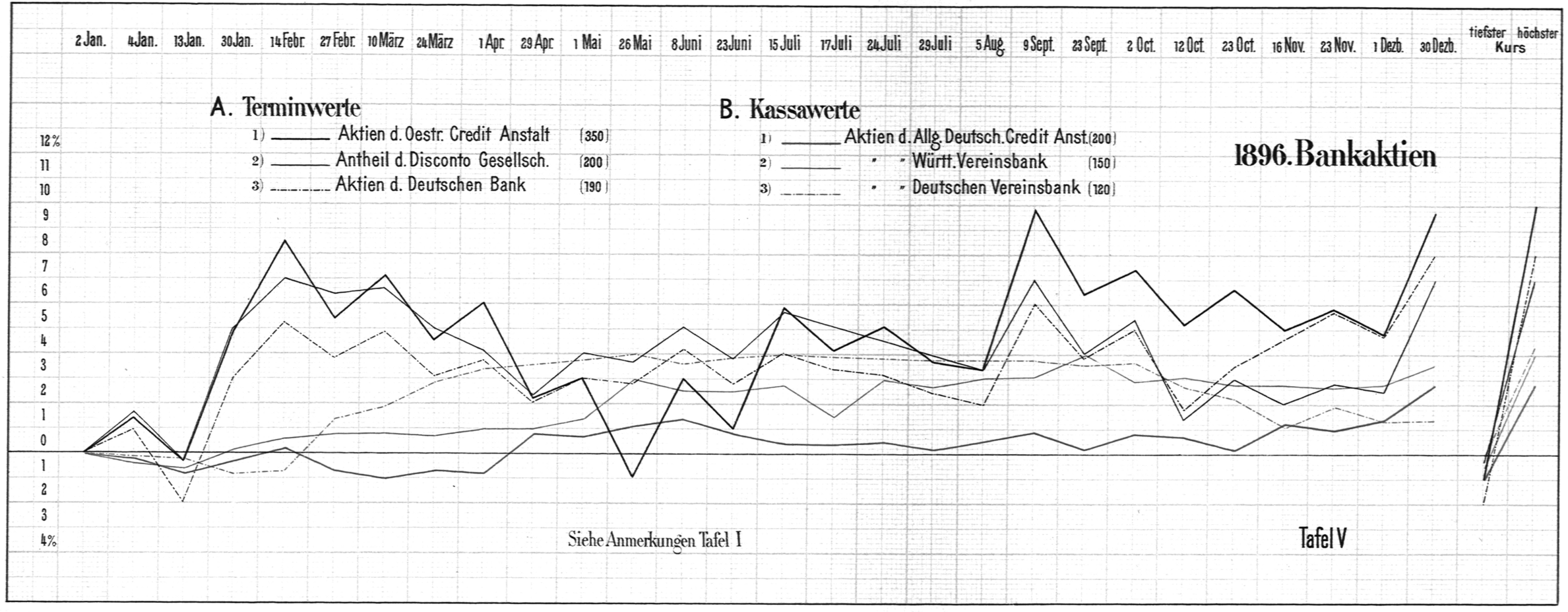
[2]) L. Gschwindt: Börsenreform in Deutschland. Dritter Abschnitt: Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsenenquetekommission. Stuttgart 1897, pag. 43 ff.

[1]) Lexis im Handwörterbuch der Staatswissenschaften V., pag. 809 ff.



Tafel IV.

Siehe Anmerkungen Tafel I



Siehe Anmerkungen Tafel I

Tafel V

disponible Mittel per spätern Termin Getreide kauft, dessen Käufe der Absicht entsprungen sind, das per spätern Termin gekaufte Getreide zu vermahlen; die Mittel zur Bezahlung werden ihm im geordneten Geschäftsbetrieb rechtzeitig verfügbar. Wieder eine Stiege höher treffen wir den Börsenmann, oder auch den Müller, der in Erwartung späterer, höherer Verkaufsmöglichkeit gekauft hat, oder der verkauft hat, um billiger zurückzukaufen; ihm sind vielleicht die Mittel verfügbar, um abzuwarten, bis die Konjunktur ihm günstig. Er hat immerhin nicht die Absicht, die gekauften Wertpapiere als Anlage zu behalten, oder das gekaufte Getreide zu verarbeiten, oder er will nicht die verkaufte Ware liefern, da er sie überhaupt nicht besitzt. Bei beiden war das treibende Moment, die Marktlage zu benützen, aus ihr Gewinn zu erzielen.

Endlich auf der obersten Stiege finden wir den Börsenjobber, der stundenlange Börsentendenzen benützt, dem vielleicht nicht die Mittel verfügbar, die kleinsten Bewegungen durchzuhalten.

Haben wir hier 4 Treppen erstiegen, so hat jede dieser Treppen unendlich viele Stufen, und jede dieser Stufen ist eine andere Art, eine andere Verwendung, eine andere Ausbildung der Spekulation. Bei dem geringsten Risiko auf der untersten Stufe bringt auf der höchsten Stufe dagegen ein Luftzug das Kartenhaus zum Zusammenfall. Wo beginnt in diesem unendlich weiten Begriff die berechtigte Spekulation, wo die unberechtigte Spekulation, wo das Börsenspiel?

Die Berechtigung oder Nichtberechtigung einer Spekulation ist von deren volkswirtschaftlicher Nützlichkeit oder Schädlichkeit abzuleiten; es ist deshalb genau abzuwägen, auf welcher Seite der Aktivsaldo verbleibt.

Die vielfache Betrachtung der unberechtigten Spekulation und des Börsenspiels als identische Begriffe erscheint aus diesem Grunde nicht richtig; das Börsenspiel könnte möglicherweise recht wohl eine volkswirtschaftlich berechtigte Spekulation sein, während anderseits die volkswirtschaftlich nicht berechtigte Spekulation nicht immer Börsenspiel zu sein braucht. Gschwindt weist (pag. 41) auf die Vieldeutigkeit und Unklarheit des Wortes Spiel hin, die sich in den verschiedenen Ausdrücken in der englischen Sprache zeige [1]) (play, sport, game, gamble). Diese Vieldeutigkeit ist gewiss richtig; die englische Sprache bedient sich jedoch keineswegs einer der angegebenen Ausdrücke, sie bezeichnet Börsenspiel mit stock jobbing, was wohl mit Aktienwucher richtig übersetzt wird.

[1]) Übrigens schon früher von Gustav Cohn erwähnt.

Welchen Spielbegriff der deutschen Sprache wir für Börsenspiel in Anwendung bringen müssen, ist doch wenig zweifelhaft, wenn wir ihn zerlegen in Spiele, die dem Einzelnen zur Unterhaltung dienen und in solche, die mehrere betreiben, wo einer gewinnt auf Kosten des andern. Dem ersteren Begriff nähert sich doch das Börsenspiel sicher nicht, wohl aber ist es mit dem letzteren vergleichbar, auch im Börsenspiel wird gewonnen, was andere verlieren, es ist eine Wette um unbestimmt hohe Beiträge, wo der Klügere ist, wer die Situation besser übersieht.

Betrachten wir nun unsere Himmelsleiter, so werden wir bei den beiden ersten Treppen schwerlich erinnert an den Begriff des Spieles. Der Kapitalist, der Bäcker, der Müller wollen billig kaufen, sie veranlasst der anscheinend billige Preis, ihren Bedarf vorzudecken; bei allen dreien fehlt aber der verlierende Teil. Der effektiv Verkaufende findet im bezahlten Preis das Äquivalent des Gegebenen. Das Spiel, die Wette, wo man gewinnt und verliert finden wir aber in unserer dritten Aufstiegsperiode; hier stehen Parteien gegenüber, von denen mit allen erdenklichen Mitteln jede den Sieg zu erringen gedenkt. Die Hausse- und die Baissepartei werden gut thun, in diesem Spiele alle ihre Geistesgaben zu entfalten; die Haussepartei gewinnt, was die Baissepartei verliert und umgekehrt, und nur soweit der Haussepartei eine Baissepartei nicht gegenübersteht, und dies trifft eben für das effektive Börsenmaterial zu, fehlt der verlierende Teil.

Das Börsenspiel ist demnach nicht denkbar im Effektivhandel; der eine liefert, der andere zahlt das Gelieferte, und das Geschäft ist vollzogen; es tritt allein auf im schwebenden Handel, in den nicht zum thatsächlichen Vollzug kommenden Geschäften.

Gschwindt tadelt, dass der Bericht der Börsenenquetekommission und das Gesetz mit den Ergebnissen der Enquete nicht in Einklang seien (pag. 31, 201), dass die Form des Börsenspiels, nämlich der Terminhandel, mit dem Wesen desselben verwechselt worden sei. Zweifellos ist richtig, dass das Börsenspiel nicht identisch ist mit dem Terminhandel; das Termingeschäft kann ohne Börsenspiel auftreten, nämlich dort und insoweit eine spielende Gegenpartei nicht vorhanden ist. Das Börsenspiel kann anderseits auch ausserhalb der Form des heute üblichen Börsenterminhandels auftreten.

Das Termingeschäft ist juristisch ein Lieferungsvertrag im Sinne des Art. 357 d. H.-G.-B. Eschenbach [1]) nennt es einen befristeten Kauf, das heisst ein Kaufgeschäft, bei welchem die Erfüllung in die

[1]) Eschenbach: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. VI.

Zukunft gesetzt ist, während der juristische Akt als solcher sich als sofort zu stande gekommener Konsensualkontrakt charakterisiert.

In wirtschaftlicher Beziehung, meint Munk, [1]) der allerdings anscheinend hier das reine Börsentermingeschäft allein im Auge hat, der Terminhandel sei zunächst Börsenhandel, dann Grosshandel, endlich internationaler Handel, und seine Wirkung bestehe im Ausgleich räumlicher und zeitlicher Preisunterschiede.

Diese genannten Funktionen möchten wir dem Terminhandel als eigentümlich nicht zusprechen; man darf dieselben vielleicht dem Gesamthandel, jedoch keinesfalls dem Terminhandel in seiner weiteren Form auferlegen. Dieser kommt ebensohäufig in kleinen Beträgen und ausserhalb der Börse vor, er trägt keinesfalls internationalen Charakter, da das hauptsächlichste Termingeschäft, das Effektentermingeschäft, einen direkt nationalen Charakter unbestritten hat.

Die volkswirtschaftliche Funktion des Terminhandels besteht unseres Erachtens allein darin, dass dem Produzenten die Möglichkeit gegeben ist, seine Ware vorzuverkaufen, dem Konsumenten, sie vorzukaufen.

Hierdurch kommt dem Termingeschäft eine Eigentümlichkeit zu, die es vom Kassageschäft scharf scheidet; es ist ein schwebendes Geschäft, dessen Vollzug für spätere Zeit versprochen, oder dessen Vollzug, hinausgeschoben. Dieses Schweben, der nicht notwendige Vollzug, macht es nicht nötig, die verkaufte Ware zu besitzen, das Geld für die gekaufte Ware verfügbar zu haben, durch die Möglichkeit, eine ausgleichende Operation vor Termin vorzunehmen. Dem Kassageschäft ist eigentümlich der thatsächliche Bezug, die effektive Lieferung. Insoweit also auch das heutige sogenannte Kassageschäft der Möglichkeit dient, die Lieferung und den Bezug hinauszuschieben, oder während der Lieferungs- und Bezugsfrist ausgleichende Operationen vorzunehmen, liegt ein wahres Kassageschäft nicht vor, es liegt ein kurzfälliges Lieferungsgeschäft vor, es besteht auch hier ein schwebendes Geschäft, das dem Termingeschäft in seiner weitesten Form wirtschaftlich zuzuzählen ist.

Betrachtet man das Kassageschäft als Effektivgeschäft, ist in ihm ein Börsenspiel schlechterdings unmöglich; wird es Kassageschäft nur seiner Eigenschaft wegen so benannt, dass es kurzfällig zu bezahlen ist, stehen wir vor einem kurzfälligen Termingeschäft, welches, wie jedes Termingeschäft, ein Börsenspiel, eine Hausse- und Baissepartei zulässt, da vor dem Zahlungstermin ausgleichende Operationen möglich bleiben.

[1]) Munck: Missbräuche an den Börsen. Berlin 1892, pag. 1.

Soll deshalb eine Einteilung der Kaufs- und Verkaufsgeschäfte nach der Möglichkeit des Börsenspiels erfolgen, so müssen sie geteilt werden in

a) Effektivgeschäfte und

b) schwebende Geschäfte, welche alle nicht zum thatsächlichen Vollzug kommenden Geschäfte, also auch die hierher zählenden sogenannten Kassageschäfte in sich schliessen.

Es wäre fehlerhaft, alle Termingeschäfte als dem Börsenspiel dienend zu betrachten; Termingeschäfte können Effektivgeschäfte sein, wogegen sogenannte Kassageschäfte als kurzfällige Lieferungsgeschäfte beziehungsweise schwebende Geschäfte dem Spiel dienen können.

Gaben wir nun Gschwindt recht, dass die Form des Börsenspiels nicht identisch mit dem Wesen desselben, und wollen wir auch bestätigen, dass der Bericht der Enquetekommission Form und Wesen öfters verwechselt, so muss doch anerkannt werden, dass wir das Wesen des Börsenspiels und seine Wirkungen für die Volkswirtschaft nur dort verfolgen können, wo es Form gewinnt. Die Börsenjahre 1892—1896 zeigen das Börsenspiel hauptsächlich in der Form des Terminhandels und zwar des Börsenterminhandels; hier hat es deutlich seine Auswüchse in den Krisen gezeigt, während das Spiel in der Form des sogenannten Kassageschäfts, d. h. hier der kurzfälligen, nicht zum thatsächlichen Vollzug kommenden Lieferungsgeschäfte anscheinend nicht in der Massenhaftigkeit auftrat, um für die Allgemeinheit schädlich zu wirken.

III. Das Börsentermingeschäft.

A. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Termingeschäfts.

Eine eingehende Darlegung des Termingeschäfts in seiner Bedeutung für unsere Volkswirtschaft giebt der dem Reichskanzler erstattete Bericht der Börsenenquetekommission, der schon unter II. erwähnt wurde. Er trägt den meisten Anschauungen Rechnung, welche die Wissenschaft — wenigstens zu Gunsten des Termingeschäfts — kennzeichnete. Die dem Bericht selbst beigegebenen einzelnen Verhandlungen, die stenographisch aufgezeichnet und in Druck erschienen sind, sowie endlich die beigegebenen statistischen Anlagen machen den Bericht der Enquete zu einem wertvollen Material zur Erkenntnis der Börsenvorgänge.

Die Enquete war der Initiative von Mitgliedern verschiedener Parteien entsprungen; sie richtete sich

schieht. Der nach Russland liefernde deutsche Fabrikant wird den ungefähren Betrag seiner später fälligen Faktura per Termin verkaufen, um nicht zu spekulieren; würde er nun statt russischer Noten beispielsweise russische Notenrenten verkaufen, würde er eine vollkommen unberechtigte Spekulation in letzterem Effekt eingehen. Es bleibt anderseits zu bemerken, dass auch hier das Börsentermingeschäft nicht die eigentlich geeignete Risikoversicherung ist; es ist zu kurzfällig, und die monatlichen Prolongationen sind in den meisten Fällen zu teuer, um den Zweck, der gewünscht wurde, zu erfüllen.

Hier würde das Lieferungsgeschäft des Art. 357 d. H.-G.-B. das zu bevorzugende Geschäft sein, da es allen Wünschen und insbesondere auch der Fälligkeit an einem bestimmten Tag ausserhalb des Börsenultimo Rechnung tragen kann. Die thatsächliche Anwendung dieses Zeitgeschäfts erfolgt trotzdem wohl selten, da sich der Börsenverkehr auf Kassa- und Ultimogeschäft fast allein beschränkt, und da für anormale Wünsche eben anormale Preise bewilligt werden müssten. Die Valutarisikoversicherung versorgt deshalb fast allein der Börsenterminhandel.

Soweit die Vorzüge, welche die Minderheit der Enquete dem Terminhandel einräumt. Von seiten der Anhänger desselben wird weiter geltend gemacht:

2. Auch der Terminhandel in solchen Wertpapieren, welche nicht zur Ausgleichung internationaler Zahlungsverbindlichkeiten benützt werden könnten, und welche sich nicht auf ausländische Valuten bezögen, biete dem allgemeinen Verkehr wesentliche Vorteile. **Zunächst sichere der Terminhandel ganz allgemein eine gleichmässigere Preisbewegung der Wertpapiere und bewahre vor grossen Preisschwankungen** (pag. 75 des Berichtes).

Die Anschauung, die hier der Bericht der Enquetekommission ausspricht, kann als bisher unwiderlegt gelten. Wohl werden mehrfache Zweifel laut, ob nicht der Einfluss der ohne Sach- und Fachkenntnis spekulierenden Personen auf die Preisentwicklung unter Umständen grösser sein könne, als der der verhältnismässig geringen Anzahl Sachverständiger; eine Negierung der obigen Ansicht der Mehrheit tritt jedoch nicht zu Tage.

Die Preisgestaltung der Termin- und Kassaeffekten haben wir bereits in einem früheren Abschnitt (I) statistisch belegt. Diese Ausführungen treten den Gegenbeweis an, dass die Preisbewegung der Terminwerte eine weniger gleichmässige ist, als die der Kassawerte, die vor grösseren Schwankungen bewahrt bleiben.

Das Bild der Tafel VI giebt nur die grösseren Kursschwankungen wieder, ein noch ausgedehnteres Bild würde eine noch ungünstigere Situation für die Terminwerte ergeben. Die Preisbewegung ist (Seite 252) für Aktien der Österr. Kreditanstalt 342 % d. K.-W.
„ Anteile der Diskontogesellschaft 315 % „
und würde bei Notierung der täglichen Schwankungen eine Höhe erreichen, die direkt unglaublich erscheint. Es steht dieser Preisschwankung von 342 bezw. 315 % eine solche von 80 % bei den Kassawerten gegenüber. Dies ergiebt hier schon eine viermal so grosse Preisschwankung der Terminwerte, wie der Kassawerte, bei verhältnismässig gleicher innerer Wertentwicklung beider Effektengattungen.

Der Bericht der Enquetekommission führt weiter an, es käme bei Wertpapieren, die nicht auf Termin gehandelt würden, sehr häufig vor, dass ein plötzlich hervortretendes grosses Angebot den Preis um 20, 30 % und mehr herabdrücke. Deratige Preisfluktuationen seien bei den auf Termin gehandelten Wertpapieren ausgeschlossen, weil die Möglichkeit, das erworbene Wertpapier sofort wieder auf Termin verkaufen zu können, in derartigen Fällen sogleich erhebliche Nachfrage hervorrufe und damit einen beträchtlichen Preisrückgang hindere (pag. 76). *Die Ausführungen von fünf Börsenjahren ergeben, dass diese Behauptung des Berichtes eine vollkommen irrige ist.* Wir stehen nicht einem einzigen Fall gegenüber, wo aus Ursache plötzlichen Angebots eine solche Preisermässigung für Kassapapiere eintrat, haben solche rapide Preisrückgänge dagegen bei den Terminwerten zu verzeichnen.

Es fielen von diesen im Kurse:

	v. 8 zum 9. Nov. 1895	v. 17.—21. Dez. 1895
Aktien der Österr. Kreditanstalt	23½ fl.	24 fl.
„ der Ungar. allg. Kreditbank	40½ „	43 „
„ des Wiener Bankvereins	27¼ % d.N.-W.	20 % d.N.-W.
„ der Österr. Südbahn	16 % „	10¼ % „
„ der Österr. Staatsbahn Gesellschaft .	15 % „	15 % „
Anteile der Diskontogesellschaft.	15 % „	15½ % „
Aktien der Deutschen Bank	15 % „	12½ % „
„ der Dresdener Bank	15 % „	8½ % „
„ der Ostpreussischen Südbahn. . . .	9¼ % „	4¼ % „
Hiergegen ermässigten sich die Kassawerte an den gleichen Tagen:		
Aktien der Deutschen Effekten- u. Wechselbank	1 % „	3 % „
„ der Deutschen Vereinsbank. . . .	1 % „	unverändert
„ der Allg. Deutschen Kreditanstalt ca. .	2 % „	1½ % „

	v. 8. z. 9. Nov. 1895	v. 17—21. Dez. 1895
Aktien der Bayer. Hypoth.- und Wechsel-Bank	1 % d. N.-W.	1½ % d. N.-W.
„ der Bayer. Vereinsbank	1 % „	1 % „
„ der Württ. Vereinsbank	2 % „	2½ % „
„ der Münchener Lokalbahn	unverändert	¼ % „

Bemerkenswert zu den Ausführungen des Berichtes der Börsenenquete sind diejenigen von Gustav Cohn,[1]) einem Mitglied der Enquetekommission. Durch ihn wird die gleiche Anschauung vertreten, wie sie die Mehrheit der Kommission bei ihren Beschlussfassungen zeigte und wie sie am Eingang dieses Abschnittes kund gethan worden. Cohn geht hier — pag. 142 ff. bezw. pag. 53 in Schmollers Jahrbuch — auf die Beweisführung seiner Anschauung ein, und diese stützt sich auf eine graphische Tabelle, welche in dem Bande „Statistische Anlagen“ (den stenographischen Protokollen des Börsenenqueteberichtes beigegeben) sich findet. Der Verfasser dieser graphischen Tabelle selbst ist nicht genannt.[2])

In dieser Tabelle sind drei Terminwerten zwei Kassawerte vergleichend gegenübergestellt, und Cohn sieht nun hier Beweise, welche die Kausalität auf sichere Füsse stellten (pag. 144, Schmollers Jahrbuch).

Diese Tabelle zeigt, dass in den Jahren 1886—1892 sich bewegten:

A. die Terminwerte: Anteile der Diskontogesellschaft in den Schranken von 165—250 %; in noch engeren Grenzen hatten geschwankt die Aktien der Ostpreussischen Südbahn (die Kursbewegung beträgt nach der Tabelle ungefähr 100 — 60 — 128 — 65 %).

Die Kursschwankung der Harpener Aktien, die sich von 70 % auf 333 hoben, um auf 117 % zu fallen, erwähnt Cohn nicht.

Anderseits weisen:

B. die Kassawerte folgende Schwankungen in gleicher Periode auf:

Patzenhofer Aktien steigen im Jahre 1886 von 550 % auf 860 % (im September), stehen im Dezember wieder auf 740 %, um im Jahre 1891 auf 540 % wieder angelangt zu sein.

Schwartzkopfaktien schwanken ähnlich (nach der Tabelle 280 — 445 — 230).

Die Folgerungen, die Cohn aus dieser Tabelle zieht, wurden bereits erwähnt und werden richtig ergänzt durch seine Äusserung, die, den stenographischen Berichten (pag. 3527) entnommen, lautet:

„Kann man nicht darin die nützliche Wirksamkeit des Terminhandels sehen, dass ein beständiges Wellengekräusel, beständige kleine Schwankungen stattfinden, die eben das Mittel sind, um die grossen Stösse der Schwankungen zu beseitigen? Ist das nicht gerade der Unterschied, wenn man das graphisch dargestellt sieht? Ich meine den Unterschied der Terminpapiere und der nicht im Termin gehandelten Papiere an der Effektenbörse. Die Herren Ältesten der Kaufmannschaft haben schon, wie ich höre, etwas Derartiges hier niedergelegt. Da wird sich, mein ich, anschaulich zeigen: die starken Schwankungen der Patzenhofer Aktien und dergleichen. Allerdings, wenn man etwas gar nicht handelt, hat man das Glück, dass überhaupt gar keine Schwankung eintritt, wogegen, je mehr eine Sache gehandelt wird, desto mehr die Schwankungen eintreten.“

Gegen die Beweisführung durch die Tafeln der Börsenenquete bleibt zu erwähnen:

a) Der Preis eines Effekts ist dessen Kurs- und nicht dessen Nominalwert, auch die Preisschwankungen sind deshalb vom Kurse zu berechnen, wenn sie richtig dargestellt sein sollen. Von einem Effekt, welcher 50 % (vom Nominalwert) im Kurse steht, ist demnach eine Kursschwankung von 1 % vom Nominalwert thatsächlich 2 % vom Preis. Steht das Wertpapier auf 100 %, so fallen die Schwankungen von dem Nominalwert und dem Preis zusammen; steht aber endlich der Preis des Wertpapiers auf 800 %, sind selbstredend erst 8 % vom Nominalwert der hundertste Teil, d. i. 1 % des Preises. Die eigentlich selbstverständliche Grundlage, vom thatsächlichen Preise, nicht vom Nominalwert die Preisschwankungen zu berechnen, hält die graphische Tabelle nicht ein, *sie ist daher auf vollkommen falscher Grundlage errichtet.*

Betrachtet man die Preisbewegung mehrerer Werte nach der Tabelle, so zeichnet diese die bedeutendsten Kursschwankungen:

von *A.* Harpener Aktien als Terminpapier
und *B.* Patzenhofer Aktien als Kassapapier

in der Weise, wie unsere kleine beigelegte Tabelle *a* zeigt. Werden dagegen die Kursschwankungen prozentual vom Preise berechnet, gestaltet sich bei einem Durchschnittskurs von 130 % für Terminwert *A* und von 700 % für Kassawert *B*[1]) die hinzugefügte Tabelle *b*

[1]) Dr. Gustav Cohn: Beiträge zur deutschen Börsenreform. Leipzig 1895.
Derselbe: In Schmollers Jahrbuch für Ges., Verwalt. und Volksw. N. F. XIX. Jahrgang 1895. Heft 1.
Derselbe: In der Deutschen Rundschau. Nov. 1891. Febr., März 1894.

[2]) Gust. Cohn sagt im stenographischen Bericht, pag. 3527, die Ältesten der Kaufmannschaft hätten sie niedergelegt.

[1]) Graphische Tabellen von starkschwankenden Wertpapieren können für mehrere Jahre nur annähernd richtig gestaltet werden, da der Durchschnittskurs nur annähernd feststellbar. Im übrigen soll obige Tabelle nur den Nachweis absolut falscher Darstellung bringen und erhebt keineswegs Anspruch auf ganz richtige Wiedergabe der Preisbewegung.

so, dass sie die Preisgestaltung nunmehr dergestalt wiedergiebt, wie es zu ihrer richtigen Beurteilung nötig ist.

In nicht so schroffer, aber ähnlicher Weise zeigt sich der Unterschied der Methoden bei den andern Wertpapieren. Die Tabelle der statistischen Beilagen des Börsenenqueteberichts zeichnet die Hauptschwankungen von:

A. Ostpreussischer Südbahn als Terminpapier und

B. Schwartzkopf Aktien als Kassapapier,

so wie sie in beigelegter Tabelle *c* dargestellt, während sie bei korrekter Ausführung die Gestaltung auf Tabelle *d* erhalten.

Die neuen Tabellen verändern das Bild wesentlich; das beständige Wellengekräusel der Terminpapiere verschwindet; an seine Stelle treten turmhohe Spitzen, das Hochgebirge unserer Tabelle; die Kassawerte dagegen haben weit eher die ruhige Bewegung des Meeres.

b) Auch entstellende, effektive Fehler trägt die graphische Tabelle in sich, die nur angedeutet sein sollen, jedoch diese auch wesentlich verändern.

Bei Emittierung neuer Aktien werden diese in der Regel den Aktionären zur Verfügung gestellt; dieses Bezugsrecht wird entsprechend der Differenz des Börsenkurses und des Kurses, zu dem der Bezug erfolgen kann, bezahlt; der Kurs der Aktie verändert sich demgemäss wesentlich nach ausgeübtem Bezug (d. i. um den Preis des Bezugsrechtes). Auch in dem Zeitraum, den die graphische Tabelle umfasst, wurde an den angeführten Papieren ein Bezugsrecht ausgeübt. Die Diskontogesellschaft erhöhte 1889 bei einem Börsenkurs von 230 bis 250 % ihr Aktienkapital von Mark 60 auf 75 Millionen und stellte die Aktien den Aktionären à 155 % verfügbar;[1]) das Bezugsrecht, welches getrennt wurde, durfte deshalb immerhin mit 15—20 % des Nominalwertes in Anrechnung kommen.

Bei der Harpener Aktiengesellschaft ging in dem Zeitraum 1886—1892 eine vollständige Umgestaltung vor sich. Das ursprüngliche Kapital von Mark 13½ Millionen wurde 1889[2]) um 18.9 Millionen, 1891 um 3.6 Millionen erhöht und beträgt nunmehr 36 Millionen. Die Bezugsrechte dürften bei den damals höchsten Börsenkursen eine so bedeutende Kursveränderung herbeigeführt haben, dass die graphische Tabelle schon aus diesem Grunde falsch ist. Auch Schwarzkopf erhöhten ihr Kapital im Jahre 1889 von 6 auf 7.2 Millionen Mark.

Am deutlichsten zeigt die Aktie der Patzenhofer Brauerei die Einwirkung des getrennten Bezugsrechts auf den Kurs. Die Gesellschaft erhöhte ihr Aktienkapital 1891 von 1.05 Millionen auf 2.73 Millionen durch Ausgabe von 1.68 Millionen Aktien à 110 %, als der Börsenkurs des Papiers auf cirka 540 % notierte. Das Bezugsrecht dürfte immerhin à 300 % an der Börse verkäuflich gewesen sein. *Die graphische Tabelle dagegen ermässigt das Kursniveau durch den natürlich hierdurch bedingten Kursfall um 260 %,* allerdings mit der Angabe, dass das Aktienkapital erhöht wurde, aber nicht mit Bezugnahme auf die Folgen. So zeigt die Tabelle statt einer Kurssteigerung von angenommenen 40 % einen Kursfall von 260 % und musste hier denjenigen, der den Zusammenhang nicht kennt, zu einem falschen Urteil führen. Cohn übergeht diesen letzten Kursfall, er thut nur Erwähnung der Kursschwankung der Patzenhofer Aktie bis Mitte des Jahres 1891. Hingegen sagt Gschwindt unter Bezugnahme auf diese Tabelle pag. 33: „Die Aktien der Patzenhofer Brauerei sind beispielsweise vom Mai bis Juni 1891 von 540 auf 280 % gefallen — eine Kursveränderung, wie sie keines der Terminpapiere in solchem Zeitraum zeigt etc.“

c) Zu dem dargelegten methodischen Grundfehler und den effektiven Fehlern der Tabelle tritt aber endlich ein theoretischer Fehler hinzu:

Die graphische Tabelle vergleicht überhaupt nicht Gleiches mit Gleichem und muss deshalb zu falschem Resultat kommen.

Soll die Einwirkung des Spiels auf die Preisschwankungen untersucht werden, darf womöglich ein anderer Unterschied zwischen den beiden Papieren nicht bestehen, als der, dass das eine als Terminpapier dem Spiel dient, während das andere als Kassapapier in der Hauptsache zu Anlagezwecken gekauft wird. Die in der Tabelle verglichenen Effekten sind Bank-, Bahn-, Kohlen-, Eisen- und Brauereiwerte, von welchen Papieren jedes total anderen Konjunkturen unterliegt, als die übrigen. Der Preis eines Effekts wird doch nur direkt bestimmt von Angebot und Nachfrage, und diese werden beeinflusst von dem thatsächlichen innern Werte des Wertpapieres und seiner Rentabilität.

Die Dividenden der Diskontogesellschaft betrugen nun (nach Salings Börsenjahrbuch):

1885	1886	1887	1888	1889	1890	1891	1892	1893
%	%	%	%	%	%	%	%	%
11	10	10	12	14	11	8	6	6

der Kurs war hiergegen Ende jeden Jahres:

206	213	185	225	*247*[1])	213	171	175	173

Bei der Patzenhofer Brauerei betrugen die Dividenden des Geschäftsjahres und Kurs am Ende jeden Jahres:

[1]) Salings Börsenjahrbuch entnommen.

[2]) Nach demselben Jahrbuch.

[1]) Exklusive Bezugsrecht.

1884/85	85/86	86/87	87/88	88/89	89/90	90/91	91/92
%	%	%	%	%	%	%	%
33 1/3	43 1/3	53 1/2	55	45	40	31	16
550	769	725	720	nicht notiert	536	302[1])	263

Die verschiedene Steigerung und der verschiedene Kursfall ging deshalb naturgemäss bei beiden Wertpapieren *in erster Linie aus der verschiedenen Entwicklung der Aktienunternehmen selbst hervor.*

Wir brechen hier ab in der Diskussion, da die Frage der Einwirkung des Terminhandels auf die richtige Bewertung der Effekten erst im kommenden Absatz Besprechung finden soll. Wir werden auch erst später zu einem abschliessenden Urteil über die graphische Tabelle der statistischen Anlagen des Berichts der Börsenenquete gelangen können.

Immerhin ist die verschiedene Auffassung der gleichen graphischen Tabelle zur Beurteilung der Preisschwankungen bemerkenswert. — Baron[2]) verwendet dieselbe, um im Gegenteil darzuthun, wie gross die Schwankungen der Terminwerte sind und wünscht einen Beweis, ob der Kursdruck von 20, 30 % und mehr für Kassaeffekten wirklich sehr häufig sei. Einen Vergleich der Schwankungen der Kassawerte der Tabelle unterlässt er dagegen.

Gschwindt[3]) neigt der Meinung hin, dass man nicht sagen könne, dass durch die Börsenenquete die Behauptung erfahrungsgemäss vollkommen erwiesen sei, der Terminhandel führe eine gleichmässigere Gestaltung der Kurse der Wertpapiere herbei. *Dieser Beweis,* meint Gschwindt, *wäre aber gelungen,* wenn man die Kursbewegung derjenigen Papiere, welche bereits vor Einführung in den Terminhandel Gegenstand der lebhaften Spekulation waren, graphisch dargestellt hätte, und zwar für die Zeit vor und nach dem Bestehen des Terminhandels. Dazu hätte noch eine Vergleichung zweier hinsichtlich ihrer Preisgestaltung annähernd denselben Konjunkturen unterliegenden, mit annähernd gleichem Gundkapital ausgegebenen Papieren kommen können, von welchen das eine Gegenstand der New-Yorker Kassaspekulation, das andere der deutschen Terminspekulation ist.[4])

In nach der Enquete erschienenen Schriften zweifelt Jul. Wolf[5]) an der preisregulierenden Wirksamkeit des Termingeschäfts. Lexis,[6]) auch Eschenbach[7]) neigen der Anschauung der Börsenenquete allerdings vor Erscheinen des Berichts nicht zu und konstatieren direkt die Kurstreibereien in Dividendenpapieren, in welchen Zeitgeschäfte stattfinden. Auch Munk[1]) sieht mittelst des Terminhandels eine willkürliche Preisbildung gegeben.

Das Resultat einer richtigen Untersuchung glauben wir hiermit dargelegt zu haben. Der Terminhandel sichert also nicht, wie der Bericht der Börsenenquete behauptet, ganz allgemein eine gleichmässigere Preisbewegung der Wertpapiere; er thut das direkte Gegenteil, er bewahrt nicht vor grösseren Preisschwankungen, er *erhöht dieselben durch Hinzutritt des Spieles in ausserordentlichem Masse.*

3. Als wesentlicher Vorteil des Terminhandels müsse ferner hervorgehoben werden, **dass derselbe eine richtigere Bewertung der betreffenden Wertpapiere herbeiführe, als solches ohne Terminhandel der Fall sei.**

Es werde durch den Hinzutritt von den Hunderten von Personen, die sich an der Terminspekulation beteiligen, eine sehr viel grössere Gewähr dafür geboten, dass der Kursstand dem wahren Werte des betreffenden Wertpapieres entspreche.

Die Minorität bestreitet die dem Termingeschäft zugeschriebene richtigere Bewertung überhaupt nicht. Auch Gust. Cohn geht auf die wertregulierende Thätigkeit des Terminhandels nicht mehr ein. Anderer Anschauung, als die Enquete ist Jul. Wolf,[2]) welcher keine Behauptung für gewagter hält als die, dass die Spekulation an der Börse für „eine richtige Bewertung der Wertpapiere wirke". Baron[3]) erklärt, der Kursstand der per Kassa gehandelten Papiere entspreche in weit höherem Masse ihrem wahren Wert, als derjenige, der per ultimo gehandelten. Selbst Gschwindt[4]) hält eine gleichmässigere Gestaltung der Wertpapiere vermittelst des Terminhandels durch das von der Enquete gegebene Material nicht erwiesen.

In dem früheren Absatz über Preisbewegung konnte konstatiert werden, dass der Preis in Zeiten hervorragenden Spiels bei den Terminwerten über den Wert hinausging, dass jedoch in Zeiten der Depression beziehungsweise Krise eine Unterwertung eintrat. Es führte somit das Termingeschäft, da es den vorzüglichsten Spielplatz darstellte, in beiden Fällen *zu falscher Bewertung.* Im Laufe der Zeit gleicht sich diese immer wieder annähernd aus, eine dauernde grössere falsche Bewertung hat das Termingeschäft deshalb anscheinend hier nicht bewirkt.

Anderseits muss hier auf das auffallende Moment verwiesen werden, dass Terminwerte einen höheren,

---

[1]) Exklusive Bezugsrecht.

[2]) Am früher genannten Orte pag. 49 und 50.

[3]) Pag. 34 am früher genannten Orte.

[4]) Auf diese Bemerkung wird später (pag. 37) eingegangen werden.

[5]) Börsenreform in der Schweiz. Zürich 1895, pag. 98.

[6]) Handwörterbuch der Staatswissenschaften V, pag. 809 ff., sowie Schönbergsches Handbuch II, pag. 875 ff.

[7]) Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. VI.

[1]) Missbräuche an den Börsen. Berlin 1892, pag. 7.

[2]) Am früher genannten Ort, pag. 98.

[3]) A. f. g. O., pag. 52.

[4]) A. f. g. O., pag. 34.

der Verzinsung und dem inneren Werte des Effekts nicht entsprechenden Kurs andauernd besitzen können. In Zeiten der Depression tritt allerdings vorübergehende Unterwertung ein; im allgemeinen kann jedoch angenommen werden, dass die Terminpapiere einen dauernd durchschnittlich höheren Preis bei gleichem Werte, wie die nur per Kassa gehandelten Effekten, haben. „Es wird bei ersteren neben ihrem inneren Werte auch ein Spekulationswert bezahlt", bestätigt auch die praktisch vielerfahrene Frankfurter Zeitung vom 15. Februar 1896.

Es beginnt also mit Erklärung eines Papiers als Terminwert oder richtiger mit Eröffnung des Terminhandels in einem Papier auch dessen *dauernde falsche Bewertung,* da doch wohl der Spekulationswert ein reeller Wert nicht genannt werden kann.

Diese durchschnittlich dauernd falsche Bewertung tritt bei den Effekten immer mehr in den Vordergrund, wo das Spiel im Terminhandel an Umfang gewinnt.

Eine ähnliche Erscheinung, wie bei den Terminwerten, tritt bei einer andern Effektengattung, den Losen zu Tage. Deren Preis ist in noch weit höherem Masse dem innern Werte nicht entsprechend. Hier wird die Spielnatur des Effekts noch höher bewertet, wie bei den das Spiel ermöglichenden Terminpapieren.

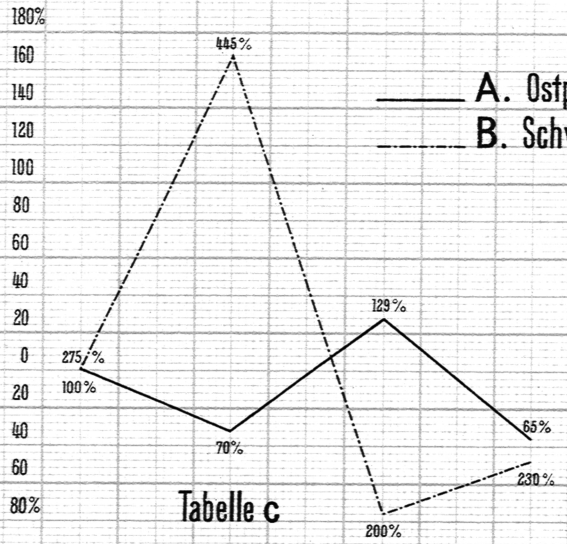
Die Enquetekommission sieht die richtigere Bewertung durch die Teilnahme von Hunderten von Personen an der Terminspekulation gegeben; sie biete eine grössere Gewähr, dass der Kursstand dem wahren Wert entspreche. In thesi mag diese Anschauung richtig sein, in praxi ist sie aber falsch. Der seine geistigen Fähigkeiten in Thätigkeit setzende Spekulant zieht wieder einmal aus der Erfahrung der Vergangenheit und aus der Beobachtung der Gegenwart einen Schluss in die Zukunft; er weiss aus der Vergangenheit, dass wenn die haute banque kauft, wenn die Tendenz eine gute, wenn die Börse ein jedes Gerücht in ein kaufstimulierendes umwandelt, wenn weiter die Dividendentaxationen immer höher gehen, und die Prolongationen der Engagements billig sind, dass auch die Kurse steigen werden. Er kauft, — und alle kaufen. Der Preis wird weit über den Wert getrieben; nicht der innere Wert bestimmt den Preis; dieser wird bestimmt durch die treibenden Elemente der Börse. Die preisregulierende Kontremine sollte verkaufen, wenn der Preis den Wert überholt hat, theoretisch kann man dies auch folgern, es wäre das Natürliche. In der Praxis bemerken wir aber wieder das Gegenteil; die Kontremine verkauft nicht weiter, sie deckt sich, sie wendet teilweise und treibt die Kurse erst ihrem Höchstpunkt zu. Auch könnte man folgern: die Haussepartei wird verkaufen, wenn ihre Schätzungen eingetroffen, das Gros derselben thut es jedoch nicht. Die Börse ist im Steigen, die stimulierenden Gerüchte blühen, weshalb denn auf den anscheinend sicheren weiteren Gewinn verzichten? Nur diejenigen, welche die Hausse inscenierten, welche den Markt überblicken, sie werden rechtzeitig verkaufen, sie wird die Krise, die die natürliche Folge der falschen Bewertung war, wohl vorbereitet treffen.

Wir gehen nun den gleichen Weg zurück, den wir erstiegen; wie früher die Haussepartei kaufte, verkauft jetzt die Kontremine, deren Positionen sich häufen. Jetzt dürften wir wieder theoretisch folgern: die Haussepartei wird eingreifen, wenn Unterwertung eintritt; quod non! auch sie wird verkaufen, sie wendet vielleicht und treibt die Kurse dem Tiefststand zu, und nur wenige Kenntnisreiche werden anders handeln.

Vermag die Enquetekommission thatsächlich zu behaupten, dass hier der Hinzutritt von Hunderten von Personen, (sie hätte besser gesagt, von vielen Tausenden) eine richtigere Bewertung herbeiführe? Man wird einwenden können, dass solche Vorgänge nicht die natürlichen sind; hierauf muss aber erwidert werden, dass innerhalb fünf Jahren eine andere Preisbildung nicht beobachtet werden konnte; der geschilderte Verlauf war der regelmässige.

Es soll theoretisch nicht bestritten werden, dass Hausse- und Baissepartei die natürlichen, einen wertentsprechenden Preis bildenden Faktoren sein sollten; in der Praxis tritt das Umgekehrte zu Tage: der Nachahmungstrieb des Menschen, das Bestreben, zu thun, was die Mehrheit thut, für richtig zu halten, was die Mehrheit für richtig hält, die Nervosität des Spielers, die Angst vor weiteren Verlusten sind die Ursache, dass die Spekulation am Terminmarkt nicht zu richtiger Bewertung, sondern im höchsten Masse zu falscher Bewertung der Effekten beiträgt.

Die Wertpapiere, welche dem Börsenspiel dienen, sind meist solide Papiere, altbestehende, teilweise bewährte Bankinstitute, grosse industrielle Gesellschaften geniessen für ihre Anteile diesen anscheinenden Vorzug. Während die Aktien gleichartiger Unternehmen längst fest placiert sind, flottieren die Terminpapiere immer von neuem am Markte, sie erscheinen nicht placiert; die Spekulation hat sie in Händen und versorgt sie allmonatlich bei den Geldmächten. Die Ursache dieser Erscheinung ist die bereits früher erwähnte: die Terminwerte haben einen durchschnittlich dauernd höheren Preis; zu dem thatsächlichen Werte tritt bei der Preisbewertung der Spekulationswert hinzu. Dieser dauernd zu hohe Preis macht nun die Terminwerte in minderem Grade geeignet, Anlageobjekt zu werden. Derjenige Kapitalist, welcher korrekt nur die Rente



A. Ostpreuss. Südb. Aktien

B. Schwarzkopf Masch. Aktien

Tabelle c

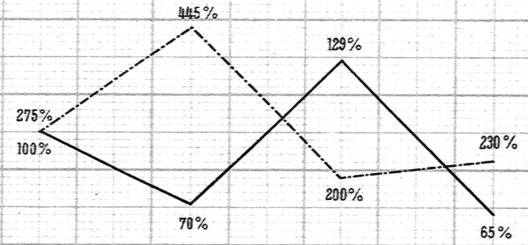
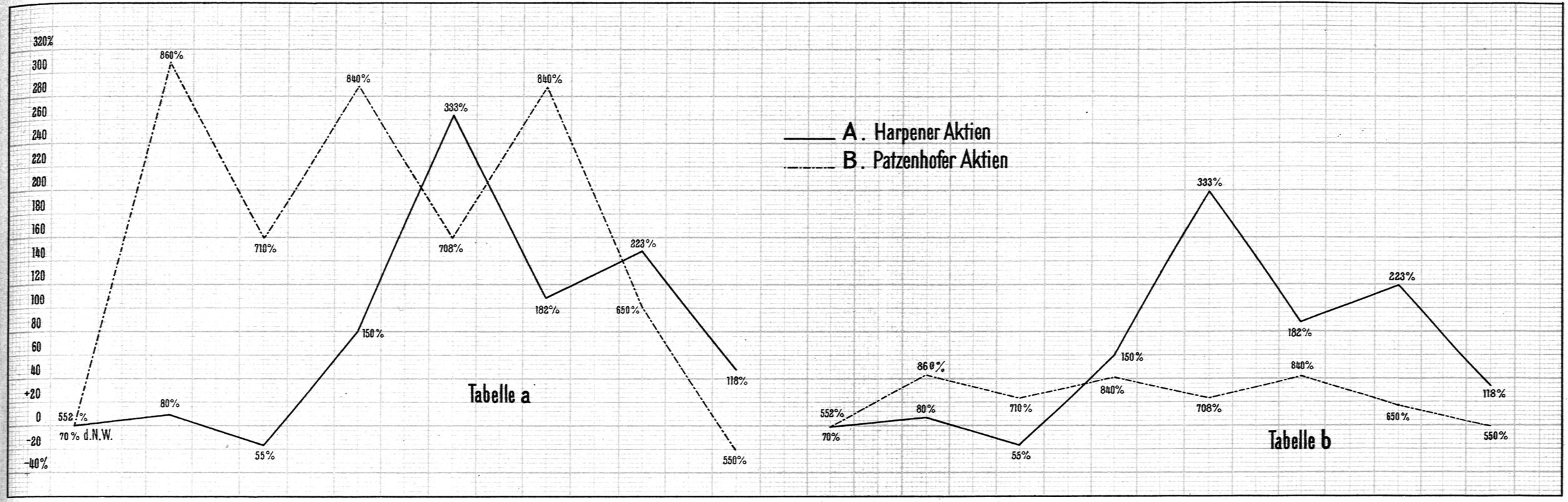


Tabelle d



320%
300
280
260
240
220
200
180
160
140
120
100
80
60
40
+20
0
-20
-40%
A. Harpener Aktien
B. Patzenhofer Aktien
860%
840%
333%
840%
710%
708%
223%
182%
650%
150%
118%
552%
80%
70% d.N.W.
55%
550%
Tabelle a
333%
223%
182%
150%
860%
840%
840%
118%
552%
80%
710%
708%
650%
70%
55%
550%
Tabelle b

und den innern Wert eines Papieres zu dessen Bewertung in Betracht zieht, wird das Terminpapier nicht kaufen, so lange der Spekulationswert, der für ihn kein Wert ist, im Preise Ausdruck findet.

Hieraus ergiebt sich nun folgendes: Bei Kurstreibereien wird sich der Kapitalist von seinen Anlagen in Termineffekten lossagen. Diese kommen zum Verkauf und werden von der Spekulation aufgenommen. Das flottante Material vergrössert sich immer mehr, je mehr sich der Preis über den inneren Wert erhöht. Bei fallenden Preisen greift das anlagesuchende Kapital hiergegen ein, das Börsenmaterial vermindert sich so mit jedem weiteren Preisfall des Termineffekts unter seinen Wert. So wirkt dem einen falschen, dem Werte nicht entsprechenden Preis bildenden Termingeschäft das Kassageschäft ausgleichend entgegen. Dieses letztere ist es, welches bei Ausschreitungen den Preis dem ungefähren Werte wieder zuführt. Da es notwendige Folge übertriebener Steigerungen ist, dass das flottante Material erhöht wird, wird dieses endlich der Spekulation in ihrem Treiben Einhalt gebieten. Der Kapitalbedarf der Spekulation wird zu gross gegenüber den verfügbaren Mitteln, welche die Geldmächte gewähren können. Das grosse Börsenmaterial drückt, es erhöht die Nervosität, es bewirkt den Kursfall. Anderseits kauft das Kapital bei den unter den Wert gesunkenen Kursen; das flottierende Material verschwindet immer mehr, je weiter sich der Preis unter den thatsächlichen Wert gestaltet, und so ist es denkbar, dass die Baisseengagements, die sonst durch das flottante Börsenmaterial leichte Versorgung erhielten, plötzlich am Ultimo vor einem thatsächlichen Mangel aller Stücke stehen. Jetzt sind die Aktien placiert. Doch die Kontremine muss decken und wird den Preis über den Wert treiben müssen, um Stücke zu erhalten.

Betont muss nun werden, dass der Wendepunkt meist früher eintreten dürfte, ehe ein gänzlicher Mangel vorhanden, und dass die anlagesuchenden Kapitalisten nicht notwendig Privatkapitalisten zu sein brauchen; auch die haute finance wird durch Öffnung und Schliessung ihrer Kassen, um Effekten zu entnehmen und wieder zu verschliessen, dieselbe Funktion ausüben.

Es bedarf jedoch der Wiederholung, dass der Preis der Terminwerte sich im allgemeinen über den thatsächlichen Wert erheben wird, und dass dieser Thatsache das fast stete Vorhandensein von flottierenden Material zuzuschreiben ist, welches das Effekt als nicht voll placiert gelten lassen darf. Es beruht deshalb die Anschauung Barons [1]) auf einem Irrtum, wenn er die Schwankungen von Diskontoanteilen in der graphischen Tabelle der statistischen Anlagen deshalb für ungeheuer gross ansieht, da diese Papiere bekanntlich in den festesten Händen lägen. Wir haben dargelegt, wann Terminpapiere in festen Händen also placiert sind und nicht, und das trifft für alle Terminpapiere in ganz gleicher Weise zu; es giebt kein mehr gehandeltes Terminpapier, das dauernd in festen Händen wäre.

Bei dieser Lage der thatsächlichen Verhältnisse erscheint es fast unbegreiflich, wie die Enquetekommission die These der richtigeren Bewertung der per Termin gehandelten Effekten aufstellen konnte. Es fehlte auch nicht an Sachverständigen, welche die falsche Bewertung durch das Termingeschäft in richtiger Weise würdigten.

Der Preis wird nur dort ein richtiger, wertentsprechender sein, wo effektivem Angebot effektive Nachfrage gegenübersteht. Treten hierzu Käufe und Verkäufe derjenigen Spekulation, die von vornherein nicht beabsichtigt, die gekauften Wertpapiere zu behalten oder zu liefern, sondern die nur die Konjunktur auszunützen wünscht, so tritt erhöhte Nachfrage, erhöhtes Angebot, beides über den thatsächlichen Bedarf der Volkswirtschaft, hervor. Der Preis des Effekts wird dann ein falscher, dem Wert nicht enstprechender; er wird zu hoch bei grösserer, wie der effektiven Nachfrage, zu tief bei grösserem als effektivem Angebot; das Effekt wird hiergegen nicht dauernd falsche Bewertung finden, die effektiven Käufe und Verkäufe werden Korrektur schaffen.

Hieraus folgt aber auch ein weiterer Fehler der mehrerwähnten graphischen Tabelle der Börsenenquete. Die Schwankungen der Terminpapiere werden immer mehr zusammenfallen mit denjenigen der Kassawerte, je mehr Jahre eine Tabelle auf kleinem Format umfasst. Die Über- und Untertreibungen sind keine dauernden, sie sind vorübergehende, das Fehlen oder der Überfluss an Effektivmaterial wendet dauernde Abschweifungen ab. Die Preisschwankungen aber zu erkennen und zu verstehen, wäre notwendig gewesen, die Höchst- und Tiefstpunkte der Spekulation zu kennzeichnen.

4. Ein weiterer Vorteil des Börsenterminhandels liege in der durch ihn gebotenen **Möglichkeit, Kapitalien, die erst später fällig würden, schon früher zu vorher feststehenden angemessenen Kursen anzulegen und sich die erst später benötigten Kapitalien zur Zeit ihres Bedarfs zu beschaffen** (pag. 76 des Berichts).

Diesem Argument, welches richtig ist, darf eine hohe Bedeutung keinesfalls beigemessen werden. Der Kapitalist, der später fällige Gelder anlegen will, wird

[1]) Am angegebenen Orte, pag. 50.

einesteils nicht gerade diejenigen Wertpapiere kaufen wollen, die per Termin gehandelt werden, umsomehr diese als Anlage meist die am wenigsten geeigneten sind; [1]) anderseits wäre es ein merkwürdiger Zufall, wenn der Verfallstermin seines Kapitals mit dem Bezugstermin der Effekten übereinstimmen würde. In gleicher Weise wird umgekehrt der Kapitalist, der bare Gelder benötigt, sie nicht gerade am Ultimo haben wollen. Die zu bevorzugende Geschäftsform würde deshalb auch hier das Fixgeschäft des Art. 357 des H.-G.-B. sein.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Termingeschäfts aus obigem Argument fällt im übrigen vollkommen weg, sofern man in Betracht zieht, dass der Kapitalist, der vorzeitig kaufen will, um günstig zu kaufen, dies jederzeit auch im Kassaverkehr kann, da die Vorlage des Kapitals ihm bei seinem Banquier Schwierigkeiten nicht bietet. Ebenso ist Gelegenheit gegeben, die durch Kassaverkauf realisierten Kapitalien auf kurze Zeit zinstragend anzulegen.

5. Auch sei der **Terminhandel in Wertpapieren die Grundlage des Reportsgeschäfts** und dieses biete die Möglichkeit, auf kürzere Zeiten verfügbare Gelder vorübergehend zinstragend anzulegen und führe eine Ausgleichung der Zinssätze von inländischen und ausländischen Börsen herbei. Denn das Reportgeschäft in Verbindung mit der Arbitrage sorge dafür, dass die Gelder von denjenigen Orten, an denen sie verfügbar seien und demgemäss gar nicht oder nur gegen geringe Zinsen Verwertung finden könnten, nach solchen Plätzen gebracht würden, an denen das Geldbedürfnis ein grösseres, dringenderes sei.

Diese ausgleichende Wirkung des Reportgeschäfts sei aber nicht nur ein Vorteil für die Börse, sondern auch für die Allgemeinheit, indem sie Geldkrisen verhindere oder abschwäche, die bei dem Zusammenhang, in welchem alle Geldmärkte und Börsenplätze miteinander ständen, sich selten auf einzelne Orte beschränkten, sondern fast stets einen allgemeinen Charakter annähmen (pag. 76 und 77).

Sicher ist anzuerkennen, dass wo kein börsenmässiges Termingeschäft besteht, in der Regel auch das Reportgeschäft nicht angewendet wird. Die Verwendung des Reportgeschäftes für nicht regelmässig per Termin gehandelte Effekten ist selten; es finden hier andere Formen der Belehnung meist Platz; es besteht jedoch kein Hindernis, dass diese andern Formen durch die Form des Reportgeschäftes ersetzt werden.

Das Reportgeschäft gestattet vorübergehende zinsbare Anlage für auf kurze Zeit verfügbare Kapitalien. Diese Möglichkeit ist sowohl im Wechseldiskont, wie im Lombardgeschäft in nicht gleicher Weise gegeben. Die Fristen für Gewährung der Darlehen sind hier meist längere; sie bieten deshalb keinen vollen Ersatz für die kurzfälligen Anlagen im Reportgeschäft.

Die Möglichkeit der Banken, in Reports kurzfällige Kapitalien anzulegen, befähigt sie auch aus diesen Gründen, kurzfällige Bardepositen zu verzinsen. Gschwindt (pag. 27) geht hier weiter, unter Bezugnahme auf Aussagen einiger Sachverständigen der Enquetekommission; er folgert, da der Reportierungszinsfuss in der Regel höher wie der Wechseldiskont sei, biete das Reportgeschäft den Banken die Möglichkeit, ihren Kunden, besonders in Zeiten niederen Zinsfusses, einen verhältnismässig hohen Zins für die Bardepositen zu gewähren.

Diese Folgerung darf nicht anerkannt werden. Ein höherer Zins — auch im Reportgeschäft — wird nur dort gewährt, wo ein erhöhtes Risiko besteht; es tritt zum Reinzins die Risikoprämie hinzu, und die erhaltene Prämie wird die Bank nicht zur Erhöhung des Depositalzinses veranlassen.

Am Geldmarkt besteht das Bestreben: „für gleiche Sicherheiten gleichen Zins“, was bei allen zinstragenden Anlagen zum Ausdruck kommt. Die Höhe des Zinses wird beeinflusst von der Dauer des Darlehens. Man wird Ende Dezember vielleicht 6 % Reportzins gewähren müssen und könnte zu gleicher Zeit ein viermonatliches Lombarddarlehen zu 4 % erhalten, für beide Anlagen gleiche Sicherheiten angenommen. Im erstern Fall handelt es sich eben um ein monatliches Darlehen, es wird der Zinssatz hier durch die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die in einem Monat fällig werdenden Kapitalien dann nur mit 3 % im Lombardgeschäft Verwendung finden können.

In gleicher Weise kann das kurze Darlehen zu anderer Zeit billiger sein, weil für später die Wahrscheinlichkeit einer Handelszinserhöhung besteht.

In zweiter Linie wird der Zins aber abhängig von der baldigen oder jederzeitigen Realisationsmöglichkeit der Anlagen. Ein auf Monate abgeschlossenes Lombardgeschäft bedingt notwendig — durchschnittlich — höheren Zins, wie beispielsweise das Reportgeschäft. Aus der Eigenschaft des Wechsels, jederzeit sofort verkäuflich zu sein, resultiert auch dessen verhältnismässig niederer Zins, und täglich fällige Gelder sind eben ihrer Eigenschaft wegen, täglich verfügbar zu sein, zu niederstem Zins erhältlich, der Darleiher kann

[1]) Baron (am angegebenen Orte, pag. 52) verweist mit Recht darauf, dass unter 1400 Wertpapieren an der Berliner Börse nur etwa 50 auf Zeit gehandelt werden, so dass doch die meisten Besitzer gar nicht in der Lage seien, von dem Termingeschäft Gebrauch zu machen.

durch sie sein tägliches Geldbedürfnis sofort befriedigen.

Die Konkurrenz der Geldgeber bringt es mit sich, dass für die Höhe des Zinses bei gleicher Sicherheit nicht die Form, sondern die Dauer und die Realisationsmöglichkeit in Betracht kommt, und erst durch diese Faktoren kommt die Höhe des Zinses bei der Form des Darlehens zum Ausdruck.

Der Depositalzins, den die Banken gewähren, ist abhängig von der Verwendungsmöglichkeit der anvertrauten Kapitalien. Auch bei ihnen wird der Zins verhältnismässig höher bei längeren Kündigungsfristen sein, er wird die Minimalhöhe bei täglich fälligen Bardepositen erreichen. Immerhin wird sich der Depositalzins der Banken loslösen von den kleinen Fluktuationen des Handelszinses, er richtet sich mehr nach der dauernden Verwendungsmöglichkeit der Kapitalien, aber nicht aller Kapitalien, sondern nur der sofort fälligen oder kurzfälligen Darlehen.

Die kurzfälligen Bardepositen in Reports anzulegen, ist, wie wir bemerkt haben, eine der Möglichkeiten, Zins auf erstere zu gewähren, es darf deshalb aber nicht gefolgert werden, dass die jetzt in Report angelegten Gelder nicht anderweitige Verwendung finden könnten. Würde eine gleiche Menge flottierenden Börsenmaterials vorhanden sein und das Reportgeschäft infolge gesetzlicher Unzugänglichkeit oder wegen zu hoher Steuern nicht verwendet werden können, würde das Material durch Darlehen im Kontokorrent oder durch Lombard oder Wechseldiskont statt durch Reports bezahlt werden. Die Möglichkeit der zinsbaren Anlage für die Banken als Grundlage des bewilligten Depositalzinses würde dann nur in teilweise anderen Formen bestehen bleiben.

Ein anderes Bedenken tritt jedoch dann auf, wenn — wie wir folgern — mit Aufhören des Terminhandels an der Börse das flottierende Börsenmaterial in jetzt per Termin gehandelten Effekten als Folge der wertentsprechenden Preisbildung dauernde Anlage findet. Dann schwindet für die Banken thatsächlich eine Möglichkeit der vorübergehenden zinstragenden Anlage, und unter Voraussetzung gleich grosser Bardepositen bei den Finanzmächten, die dann immerhin noch möglich sind, tritt für die Banken das Erfordernis ein, den Depositalzins zu ermässigen oder die Kapitalien anderen Anlagen zuzuführen, die vielleicht dann weniger leicht zu liquidieren sind, und hierdurch würde die Möglichkeit jederzeitiger Rückzahlung der Depositen gefährdet.

Es kann angenommen werden, dass das Reportgeschäft eine gewisse Zinsausgleichung in- und ausländischer Börsen herbeiführt. Wohl spricht die Geschichte anscheinend gegen diese Meinung, denn diese zeigt einen Reportzins von 15 % in Wien und gleichzeitig einen solchen von 6 % in Berlin, von 3 % in London und von 2 % in Paris; man kann deshalb fragen: wo bleibt die Zinsausgleichung der Märkte?

Die Höhe des Zinses für Reports ist vorerst ausserordentlich verschieden infolge der an den einzelnen Märkten möglichen verschiedenen Sicherheit. Der Lombardzins betrug in Wien bei einem Reportzins von 15 % nur 5, höchstens 6 %, und dies ist der beste Beweis, dass die schlechtere Qualität der Anlage den höheren Zins für Reports bewirkte. Nur solche Personen, welche die im Lombardgeschäft vorgeschriebene Überdeckung nicht gewähren konnten, mussten bei Prolongation ihrer Engagements das Reportgeschäft wählen.

Der Zinsausgleichung durch das Reportgeschäft treten auch thatsächliche Hindernisse entgegen; diese bestehen einerseits in der Möglichkeit, aus der verschiedenen Valuta Verluste zu erleiden, welches Risiko anderseits bei der Wahrscheinlichkeit, dass die hohe zinstragende Anlage nur von kurzer Dauer, nicht hoch genug bemessen werden kann.

Ferner ist bei dem Reportgeschäft die notwendige Kenntnis nicht nur der Wertpapiere, sondern auch der kapitalsuchenden Personen unumgänglich erforderlich; aus diesem Grunde bleibt ihm stets ein ausgesprochen nationaler Charakter, und Kapitalien für Reportzwecke kommen aus dem Auslande fast allein durch Vermittlung erster Banken an die Börse, welche Vermittler sich für ihre Mühewaltung honorieren lassen.

Trotz dieser grossen Hindernisse wurde nicht verneint, dass das Reportgeschäft eine gewisse Zinsausgleichung an den verschiedenen Börsen bewirkt; diese kann jedoch nicht klein genug bemessen werden, und nur länger andauernde grosse Zinsdifferenzen können in Betracht kommen; und diese Ausgleichung wird weit eher durch das Wechseldiskontgeschäft erfolgen, wo gleich grosse Hemmnisse nicht im Wege liegen.

Eine weitere Frage bleibt es aber, ob diese ausgleichende Wirkung des Reportgeschäftes nicht allein für die Börse, sondern auch für die Allgemeinheit ein Vorteil insofern sei, als es Geldkrisen verhindere oder wenigstens abschwäche, da diese bei dem Zusammenhang aller Geldmärkte und Börsenplätze stets einen allgemeinen Charakter annähmen. Diese Worte des Berichts der Börsenenquete wurden in nach der Enquete erschienenen Schriften vollkommen unberücksichtigt gelassen.

Die Börsenenquete nimmt an, dass das Reportgeschäft geeignet sei, bei hohem Zins der Börse ausländische Kapitalien zuzuführen. Dies konnte mit mehrfachen Einschränkungen bejaht werden, und

in dieser Beziehung wird die Kapitaleinfuhr möglicherweise die Krise hinausschieben. Die weitere Folge wird jedoch sein, dass die hierdurch hinausgeschobenen Krisen verschärft werden.

Treten zu denjenigen Kapitalien, die die Spekulation vom Inland zur monatlichen Versorgung erhält, noch ausländische hinzu, so werden noch grössere Massen Börsenmaterials in flottierendem Zustand erhalten werden können; der Spekulation wird noch später ihre Überschreitung vor Augen geführt werden, die Krise wird desto gefährlicher, desto stärker werden. Ein Vorteil sind deshalb fremde Kapitalien für die einheimische Spekulation keineswegs; es ist sogar äusserst erwünscht, wenn die geforderten Kapitalien den einheimischen Finanzkräften allein entfliessen.

Die Enquetekommission konstatiert selbst: die Krisen werden immer mehr international; dies ist richtig. Hieraus folgt aber, dass, da bei internationalen Krisen jedes Land seine kurzfälligen, leicht rückziehbaren Guthaben im Ausland zurückzieht und sie dem Inland zuführt, wo es Zwischenhändler nicht benötigt, derjenige Markt um so intensiver deroutiert wird, der über ausländische Kapitalien verfügte, die jetzt zurückgezogen werden. So kann gerade durch die Unterstützung der heimischen Spekulation die einfache Spekulationskrisis zur allgemeinen Handelskrisis ausarten.

Für die richtige und natürliche Entwicklung sind die natürlichen Verhältnisse stets die besten. Der Effektenmarkt soll möglichst allein von Angebot und Nachfrage desjenigen Kapitals beherrscht werden, welches die Absicht hat, dauernd dort zu verbleiben. Treten andere Kapitalien hinzu, die nur vorübergehende Anlage suchen und finden, wird ein vorübergehender, ein Ausnahmszustand geschaffen, der zu Übertreibungen immer führt. Die Übertreibungen brauchen Korrektur; die Korrektur ist die Krise, und die Höhe der Übertreibung bestimmt die Schärfe der Krise.

Konnte also die zinsausgleichende Wirkung des Reportgeschäftes beschränkt wohl anerkannt werden, so muss gewünscht werden, dass vorübergehendes Zuführen von Kapitalien an die Effektenmärkte unterbleibe, damit der einheimische Markt nicht durch vom Ausland ausgehende krankhafte Faktoren beherrscht werde.

Werden hiermit die Ausführungen über das Reportgeschäft geschlossen, wird es notwendig werden, später nochmals auf dasselbe als „einem“ Schlüssel des Börsenspiels — nicht „dem“ Schlüssel des Börsenspiels, wie Grünhut sagt — zurückzukommen.

6. Der Terminhandel erweitere den Markt in Wertpapieren und ermögliche einen rascheren Kauf und Verkauf. Dieser Umstand sei geeignet, erhebliche Kursschwankungen, wie sie nur bei per Kassa gehandelten Wertpapieren im Falle dringenden unlimitierten Angebots und dringender unlimitierter Nachfrage vorkommen, zu verhindern und eine *gleichmässigere Kursbewegung* herbeizuführen.

Für Wertpapiere, die nur in geringeren Beträgen oder in wenigen Stücken ausgegeben sind, wird notwendig nur ein kleiner Markt bestehen können, während für in grossen Beträgen und in vielen Stücken emittierte Effekten ein grosser Markt möglich wird. Bei Emission kann bei beiden die Nachfrage unbeschränkt gross sein; sie wird sich vermindern mit den Chancen der Kurssteigerung, sie wird nicht mehr bestehen bei einer Preisbildung über den Wert, dann wird das Angebot den natürlichen Preis — den Wert — wieder herstellen.

Dieser ideale Zustand wird unterbrochen durch falsche Schätzung von seiten der Spekulation, da der Wert nicht oder nur beschränkt bekannt ist, oder nicht bekannt sein soll, insofern der Emittent oder die Organe der Gesellschaft die bessere oder schlechtere Situation auszunützen wünschen. Immerhin wird aber, wenn wir einen längeren Zeitraum umfassen, der Preis dem Werte zustreben; er wird nach Überschätzung fallen, nach Unterschätzung steigen, da der wahre Wert eines Effekts nicht dauernd verheimlicht werden kann.

Wird nun der natürliche Preis als dauernd angenommen, so werden, nur wenn Wertpapiere zum Angebot kommen, deren gekauft werden. Eine Nachfrage ohne vorgehendes Angebot würde nur befriedigt, wenn der Nachfragende höheren Preis wie den Wert bewilligte, in welchem Falle dieser aber auf den Kauf verzichtet, da er andere angebotene Papiere haben kann, die er nicht zu überzahlen braucht. Dauernd ist deshalb für Grösse des Marktes das Angebot massgebend, Nachfrage wird erst kommen, wenn Angebot vorhanden, die Kauflust beim oder unter dem natürlichen Preis wird ihm immer folgen bei dem steten Anlagebedürfnis des Kapitals. Sind nun die Wertpapiere emittiert und thatsächlich placiert, wird das Angebot beschränkt bleiben auf dasjenige der Barkapitalbedürftigen; das Angebot wird sich nach Anzahl der emittierten Wertpapiere richten. Je mehr beteiligte Personen, umsomehr Verkauflustige werden vorhanden sein. Besteht bei 100 Millionen emittiertem Kapital ein durchschnittliches tägliches Angebot von 100,000, wird bei 1 Million ausgegebenen Effekten nur ein durchschnittliches tägliches Angebot von 1000 existieren. Nachdem nun dem Angebot Nachfrage folgen wird, wird bei ersterem Papier ein täglich grösserer Markt bestehen wie bei letzterem, es wird hierdurch beim ersteren auch ein regelmässigerer Markt vorhanden sein.

Ein grösserer regelmässiger Verkehr wird anderseits wieder eine regelmässigere Kursbildung bewirken. Was bei dem kleinen Markt ausserordentlich leicht, wird bei dem grossen Markt selten eintreffen: dass einem Angebot jede Nachfrage vorübergehend mangelt. Aus diesem Grunde werden unlimitierte Angebote bei ersterem Markte weitaus gefährlicher sein als bei letzterem. Es wird, sofern ein unlimitierter Verkaufsauftrag vorliegt und dem anlagesuchenden Kapital nicht begegnet, der Kurs so weit geworfen, bis Zwischenkäufer ihn zum Kauf benützen. Diese werden die Wertpapiere so lange aufbewahren, bis Käufer für dauernde Anlage am Markt erscheinen und zum richtigen Preis kaufen. Bei sehr selten gehandelten Wertpapieren werden unlimitierte Aufträge die grössten Kurseinbussen veranlassen, und die Schwankung des Kurses infolge solcher Verkaufsaufträge vermindert sich mit der Grösse des Marktes, welche auch die baldige oder weniger rasche Verkaufsmöglichkeit des Zwischenhändlers bestimmt.

Die Gefährlichkeit unlimitierter Aufträge wird weiter gemindert, wo der Markt durch Hinzutritt des Termingeschäftes bezw. des Börsenspiels, welches sich dessen bedient, eine weitere Ausdehnung erfährt. Der Einfluss unlimitierter Aufträge scheint hier bei der Kursbildung gänzlich wegzufallen, da sich Käufer und Verkäufer regelmässig begegnen.

Das Termingeschäft bewirkt deshalb durch das hier auftretende Börsenspiel eine — von diesem Einfluss ausgehende — richtigere Preisbildung. Welche Bedeutung ist diesem Einfluss zuzumessen? Unseres Erachtens keine grosse; das Publikum, welches Anlage sucht und veräussert, ist aus Erfahrung klug geworden; der bei weitem grösste Teil der Aufträge in selten gehandelten Papieren kommt limitiert an den Markt, und die limitierten Aufträge werden sich finden. Es existieren infolge unlimitierter Verkäufe Kursschwankungen von 1—2 %, doch dies schon selten.

Die Enquetekommission sieht, wie an andern Orten schon bemerkt, Kursschwankungen von 20, 30 und mehr Prozent infolge plötzlich hervortretenden Angebots; sie unterlässt es jedoch, Beweise hierfür zu erbringen, und ohne diese muss die Behauptung als vollkommen irrig erklärt werden.

Preisschwankungen von 30 % und mehr sind wohl möglich selbst bei Kassawerten; diese waren aber nicht Folge des Angebots; sie waren, wo sie auftraten, Folge von Wertverminderung oder -vermehrung des Effekts. Ein grosser Verlust kann ein jedes Unternehmen plötzlich treffen, dann ist der Wert seiner Aktie ein geringerer, und dem gesunkenen Wert wird der Preis bald folgen. Wir stehen dann vor einer Preisbewegung, die wieder dem Wert zustrebt. Ebenso können einem Unternehmen plötzliche Gewinne zufliessen; auch dann ist die Preisschwankung nach oben nur eine dem jetzigen Werte entsprechende, korrekte.

Dem Bericht der Börsenenquetekommission kann der Vorwurf nicht erspart bleiben, dass er systematisch Preis- und Wertschwankung verwechselt. Eine Preisschwankung ist berechtigt, wenn sie der Wertschwankung folgt; sie ist nicht berechtigt, wenn der Wert sich nicht veränderte. Hätte die Kommission die berechtigte und nicht berechtigte Preisschwankung zu unterscheiden gewusst, würde die famose graphische Tabelle von fünf Börsenpapieren die richtige Würdigung, die wir ihr erteilten, erfahren haben. Man hätte bei der Vergleichung der Preisbildungen sich bemüht, Wertpapiere mit ähnlicher Entwicklung zu vergleichen, um die Einwirkung nur der Formen des Handels auf die Preise zu beobachten, statt die Entwicklung von Gesellschaften zu betrachten, die den verschiedensten Konjunkturen unterworfen sind, und deren Wert und deshalb auch Preis *sich vollständig verschieden entwickeln muss.*

Insbesondere aus Handelskreisen wird die günstige Wirkung des Terminhandels auf die Preisschwankungen infolge unlimitierter Aufträge ganz besonders hervorgehoben. Sie wird auf das allein richtige Mass zurückgeführt durch die Verweisung darauf, dass diese Wirkung des Terminhandels doch allein bei den Wertpapieren zu Tage treten dürfte, bei welchen ein Termingeschäft regelmässig betrieben wird. Diese regelmässig gehandelten Terminwerte sind verhältnismässig zu klein an Zahl, als dass man von einer allgemeinen Einwirkung überhaupt sprechen könnte, und zudem muss vor allem betont werden, dass gerade bei diesen per Termin gehandelten Papieren eine Verminderung der Kursschwankungen als Folge unlimitierter Aufträge nicht nötig ist, da doch diese Effekten die Anteile grosser und zwar der grössten Gesellschaften sind, deshalb einen regelmässigen Markt ohnehin besitzen werden und diese Verhinderung der Preisschwankungen somit am allerwenigstens brauchen.

Bis hierher besprachen wir diejenigen volkswirtschaftlichen Vorteile des Termingeschäfts, welche der Bericht der Börsenenquete in eingehender Weise behandelt. Aus den Zeilen des Berichts können deren weitere gefolgert werden; wir halten uns jedoch von hier ab mehr an die erschienenen wissenschaftlichen Darlegungen, um anderseits gleichzeitig auf die Anschauungen der Enquete, soweit eben möglich, einzugehen.

7. Das Termingeschäft erleichtere namentlich das Emissionsgeschäft erheblich, indem durch dasselbe den Emissionshäusern die Möglichkeit geboten werde, ihre

grossen Bestände an zur Emission gelangenden Wertpapieren allmählich und ohne Kursdruck zu veräussern.

Die Enquetekommission zieht diese Erleichterung in Betracht nur in Verbindung mit der Möglichkeit, Kapitalien, die erst später fällig würden, schon früher durch Termingeschäft zu angemessenen Kursen decken zu können. — Diese Möglichkeit besteht allerdings; im Termingeschäft kann vorgekauft und vorverkauft werden, es besteht also auch für die Emissionshäuser dieser Vorzug, übernommene Effekten an Kapitalisten, die erst später Geldeingänge haben, zu verkaufen. Welche thatsächliche Bedeutung dieser Möglichkeit zukommt, wurde bereits (p. 20) erwähnt; wir wollen uns vorsichtig ausdrücken und sagen: — „fast" keine. Es gehört zu den grössten Seltenheiten, dass ein neu eingeführtes Wertpapier sofort den Vorzug des Terminhandels geniesst. Im Laufe von fünf Jahren, dem Zeitraum, den wir überblickten, wurden neue Terminwerte gleichzeitig mit ihrer Emission nur bei Gelegenheit der Vergrösserung der Bankgesellschaftskapitalien geschaffen. Übrigens spricht Sachverständiger Dr. Basch (pag. 989 des stenographischen Berichts), auf dessen Aussage der Bericht der Enquetekommission verweist, ganz allgemein: „Wir wissen, dass ohne den Terminhandel viele Effektenanleihen gar nicht unterzubringen sind"; er beschränkt sich durchaus nicht darauf, diese volkswirtschaftliche Funktion des Terminhandels nur mit der Möglichkeit, später fällige Kapitalien anzulegen, in Vereinbarung zu bringen.

Lexis [1]) spricht sich über diese Funktion des Terminhandels näher aus. Er bemerkt, dass zur Unterbringung neuer Staatspapiere und Aktien ein Markt, wie ihn die Effektenbörse schafft, eine wirksame Beihülfe darbiete. Die Spekulation nehme das neue Papier vorläufig auf und halte es so lange in einem flottierenden Zustand, bis es gelungen sei, dasselbe mehr oder weniger vollständig zu klassieren, d. h. der wirklichen Anlage zuzuführen. In ähnlicher Weise spricht sich Struck [2]) aus.

Auch Dr. Basch dürfte seine Äusserung, viele Effekten seien ohne Terminhandel nicht unterzubringen, auf die von Lexis betonte volkswirtschaftliche Funktion des Terminhandels bezogen haben, und nicht mit der im Bericht angedeuteten in Zusammenhang haben bringen wollen.

Ist jedoch die so geschaffene Möglichkeit, Wertpapiere dem Publikum zuzuführen, ein beträchtlicher Vorteil für die Volkswirtschatt? Lexis sagt hier treffend, „dass Aktien und Schuldverschreibungen guter Gesellschaften auch ohne Spekulation untergebracht zu werden vermögen". Nachdem diese Möglichkeit bei dem steten Anlagebedürfnis des Kapitals nicht zu bestreiten ist, dient der Terminhandel hier entweder der Unterbringung von „Anteilen schlechter, oder mindestens riskanter Unternehmen". Wir möchten die Worte „schlechter, oder mindestens riskanter Unternehmen" — die wir wieder Lexis entnahmen — für die neueste Zeit ergänzen mit „von den Emissionshäusern überwerteten Effekten", denn die so dem Markte zugeführten Wertpapiere waren nicht direkt als schlecht und riskant zu bezeichnen.

Die durch den Terminhandel dem Markte zugeführten neuen Aktien der grossen Bankgesellschaften konnten nur durch das Mittel des Termingeschäfts zu den weitaus zu hohen Kursen von den Emittenten verkauft werden. Gschwindt [1]) meint, dass grosse Bergwerksgesellschaften meist dadurch entstanden, dass mehrere kleine Zechen zu einer Unternehmung vereinigt wurden und das zur Abfindung der früheren Besitzer erforderliche Kapital successive aufgebracht wurde. Aus diesem Grunde habe z. B. das Kapital der Harpener Bergwerksgesellschaft fortwährende Erhöhungen erfahren. Die finanzierenden Bankhäuser deckten sich gegen das grosse Risiko, das sie übernommen hatten, durch vorsichtige fortwährende Begebung der Aktien im Wege des Terminhandels. Ebenso verfuhr man bei Unterbringung von österreichischen, italienischen, serbischen und mexikanischen Anleihen.

Gschwindt setzt später fest, dass die durch den Terminhandel geschaffene Erweiterung des Marktes also, neben Unterbringung solider Papiere, auch der notdürftigen Placierung riskanter Werte gedient habe. „Die Emissionshäuser gehen dabei mit grosser Vorsicht vor, wachen ängstlich darüber, dass nicht durch plötzliches Angebot der Kurs gedrückt werde, und stossen ihre Vorräte durch Zeitgeschäfte unmerklich ab."

Die richtige Beschreibung des Vorgangs veranlasste uns, diese wörtlich wiederzugeben. Gschwindt hält jedoch nun anscheinend eine derartige Möglichkeit der Unterbringung riskanter Papiere für einen Vorzug des Terminhandels. Seine korrekten Ausführungen bedürfen der Erweiterung. Nach Abstossung der Wertpapiere durch den Emittenten bleiben dieselben dem Markte allein überlassen. Die gepflegten kaufstimulierenden Faktoren erfahren nicht mehr die gleich hohe Würdigung; der Preis des Papiers wird allmählich, aber sicher von dem weitaus zu hohen Preis des Emittenten dem natürlichen Preis, seinem thatsächlichen Werte zustreben. Diese Fortsetzung

[1]) Lexis im Schönbergschen Handbuch der politischen Ökonomie, II, pag. 879 ff.

[2]) Struck im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. II, 1891, pag. 691 ff.

[1]) Gschwindt a. a. O. p. 29.

der wohl nicht zu leugnenden Schlussaktion würde wohl auch Gschwindt zu dem Resultat kommen lassen, der erwähnte volkswirtschaftliche Vorteil gestalte sich zu einem volkswirtschaftlichen Nachteil.

Der erwähnte Vorgang der Emission der Aktien des Harpener Bergwerks durch das Mittel des Terminhandels fällt nicht in die von uns entwickelte Periode. Aus einer kleinen Gesellschaft bildete sich ein grosses Unternehmen. Aktien dieser Gesellschaft wurden vornehmlich im Jahre 1889 in grossen Beträgen dem Terminhandel durch die übernehmenden Banken zugeführt. Damals blühte die Gesellschaft anscheinend wie nie; die Dividenden betrugen 15—20 %, sie waren steigende. Nach erfolgter Emission fallen die Dividenden auf 10, 5, 3, 5 %. Der Kurs der Aktie erreichte zur Zeit der Emission die enorme Höhe von 350 % (die Aktien waren zu ca. 200 % von den Banken übernommen); zwei Jahre später schon ist der Kurs 140 %, der dem natürlichen Preis vielleicht in höherem Masse entspricht. Bemerkenswert bleibt dabei, dass eine ähnliche rapide Auf- und Abwärtsbewegung von Unternehmen der gleichen Industrie, die gleichen Konjunkturen unterliegen, im gleichen Zeitraum nicht bemerkbar ist[1]).

Viele Effekten sind in dieser und ähnlicher Weise den Börsen, namentlich vor 1890, zugeführt worden; sie haben vorläufiges Unterkommen im Termingeschäft gefunden, und viele Personen haben in Unkenntnis der wahren Sachlage grosse Verluste erlitten. Anderseits sind wohl mit Hülfe des Terminhandels manche einer Mehrheit nützliche Anlagen geschaffen worden. Viele Eisenbahnen, deren Rentabilität von vornherein eine zweifelhafte war, wurden in Zeiten spekulativen Treibens finanziert, weil der Verkauf ihrer Anteile durch künstliche Mittel am Terminmarkt immerhin noch gewinnbringend gestaltet werden konnte. Es handelt sich jedoch auch hier trotz des erwähnten scheinbaren Vorteils um eine gemachte unproduktive oder nicht entsprechend produktive Kapitalverwendung, also um einen Verlust für die Volkswirtschaft.

Die Unterbringung von Staatswerten vermittelst des Termingeschäfts dürfte wohl in früheren Zeiten erfolgt sein. Seit 10 Jahren, seit die damals meist gehandelten österreichischen, russischen und amerikanischen Staatswerte eine rasche Preisbewegung infolge der zu konsolidierten Finanzverhältnisse dieser Staaten nicht mehr treffen kann, hat sich das Termingeschäft immer mehr von diesen Papieren zurückgezogen, und seit dieser Zeit ist die Unterbringung solcher Wertpapiere vermittelst des Termingeschäfts keinerlei Bedeutung mehr beizumessen.

Auch die des Kassahandels sich bedienende Spekulation, welche kauft, um aus der Kurssteigerung zu profitieren, übt übrigens eine ähnliche Funktion häufig aus, wie die des Terminhandels. Lexis legt auch diese vorläufige Aufnahme von Wertpapieren ganz allgemein der Spekulation auf.

Im reinen Kassageschäft sind trotzdem nicht ähnliche Wirkungen möglich, wie im Termingeschäft; hier treten der leichten Geldversorgung wegen Ausschreitungen leichter zu Tage, die Engagements werden weitaus grössere Dimensionen annehmen. Der Käufer im Terminhandel rechnet nicht mit dem Kapitalbetrag des übernommenen Engagements, der Käufer von Kassawerten thut das notwendigerweise. Jener erwartet raschen Erfolg seiner spekulativen Thätigkeit, dieser gedenkt immerhin meist längere Zeit, die auf Kredit gekauften Wertpapiere zu behalten. Der eine prüft weniger die inneren Verhältnisse; die Meinung, die momentan in betreff des Wertpapiers besteht, ist ihm entscheidend genug; der andere kauft in der Regel erst nach Prüfung des Wertes und der Aussichten.

8. Der Terminhandel gewähre die Möglichkeit eines rascheren Ausgleichs der Preise an verschiedenen Orten; er diene demnach der „Arbitrage".

Dieser Funktion des Termingeschäftes scheint Gschwindt eine hervorragende Bedeutung beizumessen. Er meint: „Wenn beispielsweise italienische Rente in Rom 1/4 % höher steht als in Paris, greifen die Arbitrageure ein, kaufen dieses Papier in Paris und verkaufen es in Rom so lange, bis die Differenz ausgeglichen ist". Doch was thut dann der Arbitrageur

---

[1]) Eine praktische Beleuchtung erhält diese Emission durch die A. Z. vom 1. Juli 1892. Diese schreibt:

„Einen verstimmenden Eindruck machte auch die mit einem Institute in Zusammenhang stehende Nachricht, dass die Monatsausweise der Harpener Bergwerksgesellschaft in Zukunft nicht mehr veröffentlicht werden sollen. Es entspann sich um diese Mitteilung ein müssiger Streit. Die Nachricht war nämlich in der Fassung aufgetaucht, der Aufsichtsrat der Harpener Gesellschaft habe den Beschluss gefasst, solche Publikationen nunmehr zu unterlassen. Die Nachricht in dieser Form wurde dementiert und zwar mit dem Hinweis darauf, dass der Aufsichtsrat auch bisher schon mit diesen Veröffentlichungen nichts zu schaffen gehabt hätte. Das mag richtig sein, aber thatsächlich sind die Ausweise doch zur öffentlichen Kenntnis gelangt, zwar nicht offiziell durch den Aufsichtsrat, aber doch durch Mitglieder desselben, welche mit der Veröffentlichung der Monatsausweise ihre Zwecke erreichen zu können meinten. Von nun an, wo für diese Kreise ein gleiches Interesse nicht mehr vorliegt, oder dasselbe durch die Veröffentlichung der Ausweise nicht mehr gefördert werden würde, soll die Publikation unterbleiben. Es wiederholt sich damit die auch sonst in dem Börsenverkehr so peinlich empfundene Willkür in dem Nachrichtenwesen, dass, wo gewissen Interessen damit Vorschub geleistet wird, die Öffentlichkeit mit Informationen geradezu überschüttet wird, in andern Fällen solche Informationen der Öffentlichkeit vorenthalten werden.

Es wird als eine Aufgabe der Börsenenquetekommission zu betrachten sein, dass dieser Wilkür, wenn nicht auf gesetzlichem Wege, so doch mittelst der Börsendisciplin nach Möglichkeit abgeholfen werde."

weiter? Dies unterlässt Gschwindt zu sagen. Liefert er die in Paris gekauften Papiere nach Rom, dann würde doch das Kassageschäft die gleiche Funktion erfüllen. Thut dies der Arbitrageur nicht, so verbleibt ihm die Notwendigkeit, die Effekten endlich doch wieder in Paris zu verkaufen und in Rom zu kaufen. Es tritt dann aber ausser der Notwendigkeit einer geeigneten Konjunktur diejenige eines viermaligen Kaufgeschäfts auf. Dies sind bereits zwei Hemmnisse, und zu diesen tritt ein drittes noch bemerkenswerteres: die raschen Kursschwankungen der Terminwerte aus anderen Ursachen.

Eine örtliche Ausgleichung in Kassawerten hat Hemmnisse in den Versendungskosten und in den durch den eventuell geringen Markt bedingten Preisschwankungen bei vorliegenden An- und Verkaufsaufträgen; bei Terminwerten liegen dieselben im notwendigen doppelten Kaufs- und Verkaufsgeschäfte und in den durch das Spiel inzwischen ermöglichten grossen Preisschwankungen. Soll die Versendung der Terminwerte unterbleiben, tritt noch die Notwendigkeit einer günstigen Konjunktur hinzu. Der Effektenstempel der verschiedenen Länder muss bei der Arbitrage von Termin- und Kassawerten berücksichtigt werden, da beide bei dauernd ungünstigen Konjunkturen der endlichen Notwendigkeit unterliegen, effektiv geliefert zu werden.

Hindernd für die Arbitrage in Kassawerten können noch die Lieferungsbedingungen werden; die an einem Börsenplatz zu Arbitragezwecken gekauften Effekten dürften bei sofort folgendem auswärtigen Verkauf häufig nicht rechtzeitig zur Lieferung kommen können; das gleiche Hindernis tritt bei Bezug von Terminwerten an einer Börse und Lieferung an einer andern in ähnlicher Weise ein.

Auch die Arbitrage ist Spekulation und sicher eine volkswirtschaftlich berechtigte Spekulation; sie schafft einen internationalen, einen Weltpreis; diejenige des Termingeschäfts ist weitaus spekulativerer Natur, wie die des Kassageschäfts, sie nähert sich weitaus mehr der Absicht, nicht aus örtlichen, sondern auch zeitlichen Preisdifferenzen Nutzen zu ziehen, auch wenn hierdurch der Preisausgleich örtlich thatsächlich gleichzeitig erfolgt.

B. Aus der erfolgten Besprechung der volkswirtschaftlichen Vorteile, die dem Termingeschäft zugeschrieben werden, ergiebt sich nachstehendes Resultat:

1. Einen internationalen Zahlungsausgleich bewirkt nicht ein internationaler Terminmarkt, sondern ein internationaler Markt überhaupt. Doch erleichtert das Termingeschäft diesen Ausgleich durch seine markterweiternde Thätigkeit und den hierdurch erleichterten An- und Verkauf der Wertpapiere.

Das Termingeschäft in Valuten ermöglicht, sich gegen die Gefahr der Kursschwankungen in letzteren zu sichern.

2. Die *Preisschwankungen* werden durch das im Termingeschäft auftretende Börsenspiel in ausserordentlichem Masse erhöht.

3. Das Termingeschäft bewirkt durch die Erleichterung einer volkswirtschaftlich unberechtigten Spekulation eine falsche *Bewertung* der Effekten. Diese ist teils vorübergehend falsch, sie zeigt sich in grossen nicht berechtigten Preisschwankungen, teils ist sie dauernd falsch; es tritt bei normaler Preisbildung zu dem thatsächlichen Wert der sogenannte Spekulationswert (der Spielwert eines Effekts).

4. Der Möglichkeit im Termingeschäft, für *später fällige Kapitalien* schon früher Effektenkäufe vornehmen zu können, und umgekehrt, bei späterem Kapitalbedarf den Verkauf der Effekten früher vollziehen zu können, ist irgend eine Bedeutung nicht beizumessen.

5. Dem börsenmässigen Termingeschäft als derzeitiger hauptsächlichster Grundlage des *Reportgeschäfts* kommt eine beschränkte international zinsausgleichende Wirkung zu. Die Versorgung des infolge des Termingeschäfts ständig flottierenden Effektenmaterials giebt den Finanzkräften die Möglichkeit, grosse Kapitalien kurzfällig anzulegen, für welche Anlage bei mangelndem Termingeschäft ein geeigneter Ersatz unter Umständen nicht gefunden werden kann. Anderseits folgt aus der Möglichkeit der Anlage ausländischer Kapitalien im Reportgeschäft die Wahrscheinlichkeit grösserer Anhäufung flottanten Börsenmaterials im Inlande. Hierdurch wird die Krise wohl hinausgeschoben, jedoch verschärft; der gleichzeitige wahrscheinliche Rückzug der fremden Kapitalien vom einheimischen Markt erhöht die Gefahr der Krise.

6. Das Termingeschäft *erweitert den Markt* in Wertpapieren und ermöglicht hierdurch raschen Kauf und Verkauf letzterer. Der erweiterte Markt vermindert die Gefahr von Kursschwankungen als Folge unlimitierter Aufträge in denjenigen Effekten, die per Termin gehandelt werden.

7. Das Termingeschäft erleichtert die Unterbringung schlechter, riskanter oder minderwertiger Wertpapiere.

8. Der Arbitrage in Terminpapieren kommt keine höhere Bedeutung, wie derjenigen in Kassapapieren, zu.

C. Gegenüber den volkswirtschaftlichen Vorteilen des Termingeschäfts werden seine *Nachteile* eine gleich eingehende Behandlung erfordern. Im Bericht der Börsenenquetekommission erhalten dieselben, wie schon betont, eine absolut ungenügende Klarlegung.

1. Die Möglichkeit der enormen Ausdehnung des Börsenverkehrs durch das im Termingeschäft auftretende Börsenspiel hat mehrfache Ursachen. Sie liegen:

a) für den *Spekulanten* darin, dass für ihn wenigstens beim Beginn der Spekulation keine Barmittel erforderlich sind. Es erfolgt ebensowenig eine Belastung seines Bankkontos, er ist anscheinend nichts schuldig, er hat nur schwebende Engagements, obgleich er thatsächlich in bedeutenden Summen verpflichtet ist.

Die vom Spekulanten gegebene Sicherheit — wenn eine solche überhaupt gewährt werden muss — steht meist in keinem Verhältnis zu den übernommenen Verpflichtungen. Diese gewährte geringe Sicherheit vermindert die Kenntnis der Gefahr; sie hat aber nicht ihren Grund in verminderter Gefahr, sondern in der Möglichkeit des Kommissionärs, die Engagements rasch zu lösen.

b) Für den *Kommissionär* erfordert das Spiel seines Kunden ebensowenig Barauslagen, auch für ihn schwebt das Engagement. Er ist in der Lage, mit geringem Betriebskapital grosse Umsätze zu erzielen. Das Interesse des Kommissionärs an grossen Provisionsgewinnen veranlasst ihn, seine Kunden zu grösseren Engagements heranzuziehen. Die monatlich einmaligen Abrechnungen ermöglichen geringsten Arbeitsaufwand, es werden thatsächlich nur die Differenzen geregelt.

c) Für die *Allgemeinheit, die Börse,* gilt in weitaus grösserem Masse, wie für den Kommissionär die Leichtigkeit der Abwicklung der im Laufe des Monats eingegangenen Verbindlichkeiten. Einrichtungen der Börse vermitteln den Ausgleich der Käufe und Verkäufe. Der Kommissionär oder der an der Börse unmittelbar handelnde Spekulant hat auch bei grössten Umsätzen nur die Differenz aller seiner Käufe zu beziehen, seiner Verkäufe zu liefern; er hat die Kursdifferenzen seiner spekulativen Thätigkeit zu zahlen oder zu empfangen. Die Abrechnung mit der Person des Gegenkontrahenten tritt vollkommen in den Hintergrund. Die Börse selbst — beziehungsweise deren Einrichtungen (Kollektiv-Skontro, Differenz-Skontro, Börsenabrechnungsstelle) — ist Gegenkontrahent. Die Person des Käufers tritt zu der Person des Verkäufers und umgekehrt erst dann und nur dann in Beziehung, wenn die eingegangenen Verpflichtungen nicht erfüllt werden, da die Effektenbörse wohl die Verpflichtung zu Kompensierung der Wertpapiere und der Kursdifferenzen übernimmt, nicht aber für deren Zahlung haftet.

α) Aus den gegebenen Ursachen des leichten Handels folgt:

Der Effektenterminhandel wird von dem Einzelnen vielfach weit über sein Vermögen ausgedehnt.[1]) Hierdurch entstehen grosse Massen von schlecht gedeckten Kreditverhältnissen. Die Möglichkeit des leichten Kredites führt in Zeiten berechtigter und nicht berechtigter Aufwärtsbewegung zu Übertreibungen; in Zeiten des Rückgangs finden wir diese schlecht gedeckten Kreditverhältnisse als Ursache der Krise. Aus den irrationellen Kreditverhältnissen folgt die Überschätzung und die Unterschätzung der Einwirkungen; es folgt die Nervosität, die ruckweise Auf- und Abwärtsbewegung der Preise.

β) Aus der Möglichkeit des schwebenden Handels folgt diejenige, Hausse- und Baisseengagements in fast beliebiger Höhe eingehen zu können; im Terminhandel trennt sich der Effektenhandel vom thatsächlich vorhandenen Effektenmaterial.[2]) Der Terminhandel ist nicht nur vollkommen unabhängig geworden vom an der Börse faktisch flottierenden Material; er ist sogar unabhängig vom gesamten emittierten Kapital.

Auch hieraus folgen naturgemäss grosse Störungen in der natürlichen Preisentwicklung der Terminpapiere, die in der Krise ihren Ausgleich finden.

2. Gründe socialpolitischer Natur sprechen mehrfach gegen das Börsentermingeschäft. Durch dasselbe ist dem reichen Spieler tägliche Gelegenheit gegeben, seine Übermacht gegenüber dem ärmeren und nicht gleich gut orientierten Spieler zu beweisen.

Dieses Übergewicht tritt zu Tage:

AA. *Durch das Reportgeschäft.*

a) Die Höhe des Reportzinses ist vielfach bestimmend für die Tendenz der Börse; es ist hierdurch die Möglichkeit gegeben, durch niedrigen Zins die Kurse zu steigern, es herrscht dann anscheinende Geldfülle, die von Kauflust gern begleitet wird. In noch höherem Grade ist es dagegen möglich, das Kursniveau zu drücken durch Fehlen der vorher in überreichem Masse vorhandenen Kapitalien für Reportzwecke.

b) Das Reportgeschäft gestattet weiter, einen Überfluss und Mangel an Effekten (Stücken) künstlich herbeizuführen.

α) Überfluss an Stücken entsteht dadurch, dass:

aa. Die sonst der Börse verfügbar gestellten Kapitalien ihr vorenthalten werden. — Derselbe wird verschärft:

bb. Durch weitere Zuführung von effektiven Stücken, die sonst die Kassen und Depots der Banken nicht verlassen und jetzt durch Angebot in Report plötzlich das flottierende Material der Börse in ausser-

---

[1]) Auch bei Lexis, Handbuch der politischen Ökonomie (Schönberg), II.

[2]) Lexis, Handbuch der politischen Ökonomie (Schönberg), II.

ordentlicher Weise erhöhen, bei eventuell gleichzeitigem durch *a)* möglichem Fehlen des Geldes.

Die notwendige Folge ist ein künstlicher Rückgang der Kurse. Dem Markte wird eine falsche krankhafte Überladung auferlegt, es werden absichtlich anormale Zustände geschaffen.

Der Unkundige wird der Situation des Marktes gemäss handeln; er wird verkaufen, seine Verkäufe werden die Preise drücken und weitere Verkäufe hervorrufen. Die Kontremine wird ihre Verkäufe in Anbetracht der Marktlage fortsetzen; die Haussepartei wird versuchen, von der anscheinend richtigen Disposition der Börse mitzuprofitieren; sie wird verkaufen und sich der Kontremine anschliessen.

Der Kundige hingegen wird vor Eröffnung „seiner geistigen Thätigkeit" verkaufen, während er vielleicht ostentativ kaufte, wird er umso unauffälliger und in umso grösseren Mengen verkaufen; er wird hingegen in Zeiten des vermeintlichen Tiefpunkts ostentativ verkaufen, um desto grössere Beträge kaufen zu können.

β) Künstlicher Mangel an Stücken wird bewirkt:

aa. Durch Zuführung grosser Kapitalien an den Terminmarkt und Hervorrufung künstlich niederer Reportsätze.

Niedrige Reportsätze gelten, namentlich wenn selbe unter dem normalen Stand des Zinses auf sonstige Darlehen stehen, als Zeichen fehlender Stücke, also geringen Börsenmaterials, demnach als Zeichen einer beginnenden Hausseära.

Diese Situation kann in bedenklicher Weise verschärft werden:

bb. Durch Hervorrufung eines thatsächlichen Fehlens der Stücke. Die von der beteiligten haute finance in Voraussicht der kommenden Ära gekauften Effekten werden am Ultimo effektiv bezogen; das an der Börse eventuell noch schwimmende Material wird durch niedrigste Reportsätze, die dem regulären Zinssatz in keiner Weise entsprechen, der Kontremine vorweg entzogen. Die Kontremine steht plötzlich vor der Thatsache, ihre Positionen nicht verlängern zu können; sie erhält die verkauften Effekten nicht in Report, sie muss decken und bekommt die Preise diktiert von der andern Partei.

c) Das Reportgeschäft giebt Gelegenheit, an grossen Mengen von Wertpapieren juristisch Eigentum zu erlangen. Dieses vorübergehende Eigentum kann Verwendung finden bei Abstimmungen in Generalversammlungen. Solche Verwendung reportierter Stücke in Generalversammlungen vermag mehrfachen Zwecken zu dienen:

aa. Sie kann mit Interpellation der Gesellschaftsorgane die Absicht verbinden, Dinge zur Besprechung zu bringen, die geeignet sind, durch die Öffentlichkeit auf die Kurse einzuwirken. Diese in den Generalversammlungen angeregten Dinge können in den Zeitungen geeignete weitere Ausschmückung erfahren.

bb. Sie kann zur Beantragung höherer oder niederer Dividenden führen und solche durchdrücken. Den erklärten Dividenden wird auch der Kurs in der einen oder andern Weise folgen.

cc. Es ist durch das gleiche vorübergehende Eigentum auch die Möglichkeit gegeben, dauernden Einfluss in dem Unternehmen zu erhalten, um diesen Einfluss für Spiel und andere persönliche Zwecke zu verwenden.

Durch die bestehenden gesetzlichen Normen werden die erwähnten Einflüsse geschützt; es unterscheidet sich eben juristisch der Eigentümer von Wertpapieren durch das Mittel des Reportgeschäfts keineswegs von dem Eigentümer, der die Effekten als dauernde Anlage in Händen hat, trotzdem doch sicher ein weiter Unterschied in den Interessen beider Personen besteht. Während der letztere in den Abstimmungen nur das Interesse der Gesellschaft zu fördern sucht, kann der erstere völlig entgegengesetzte Absichten haben. Der Eine ist eben juristisch und wirtschaftlich Eigentümer, der Andere ist juristisch Eigentümer, wirtschaftlich aber nur Darleiher eines Kapitals gegen Sicherheit, sein Interesse braucht nicht auf Prosperität der Gesellschaft zu beruhen, er kann sogar vermöge seiner konträren grossen Engagements im Termingeschäft direkt gegenteilige Wünsche zu befördern suchen.

Das deutsche Aktiengesetz vom 18. Juli 1884 schützt die Möglichkeit, gegen Entgelt Aktien zu entlehnen und zu vertreten durch die Strafbestimmung des Art. 249 *f*, sieht aber, wie der Bericht der Reichstagskommission sagt, deren Initiative dieser Artikel verdankt wird, im Erwerb von Aktien im Wege des Reportgeschäfts keine erhebliche Gefahr, da die grossen Massen der Aktien nicht per Ultimo gehandelt würden und das Reportgeschäft grosse Mittel erfordere. Auch die neue Kodifikation des Handelsgesetzbuches bleibt auffallenderweise auf diesem Standpunkte bestehen, obgleich doch bekannt sein dürfte, dass die Notwendigkeit grösserer Mittel eine Gefahrverminderung nur insofern bewirkt, als der Nichtbegüterte von diesem Vorzug des Reportgeschäfts ausgeschlossen bleibt. Ebenso besteht aber kein Zweifel, dass nicht nur per Ultimo gehandelte Wertpapiere im Wege des Reportgeschäfts bei Abstimmungen Verwendung finden, da alle Wertpapiere in Report genommen werden können, auch die Nichtultimopapiere. Das Reportgeschäft kann hier sogar direkt zur Umgehung des Art. 249 *f* des H.-G.-B. z. B. in günstigen Abschlussbedingungen Verwendung finden.

Der Begüterte erhält deshalb durch das freie Verfügungsrecht reportierter Aktien nicht nur ein direktes Übergewicht über den Nichtbegüterten; er kann sogar die Aktienbeteiligung des Minderbegüterten durch die früher erwähnten Mittel indirekt gefährden, und das sind wohl genug Gründe socialpolitischer Natur, gegen die Möglichkeit solcher Einwirkung gesetzgeberisch einzuschreiten.

BB. In zweiter Linie spricht aus Gründen der Socialpolitik das hervorragende *Übergewicht des Kundigen gegenüber dem Unkundigen* gegen das bestehende Börsentermingeschäft.

Die Verwaltungsorgane sind notwendig fortdauernd über den Gang der Geschäfte orientiert; sie sind in der Lage, monatelang vorher die wahrscheinlichen Gewinne der Gesellschaft festzustellen und können daher auch ihre Engagements in diesen Terminwerten mit grosser Sicherheit eingehen.

Diese Möglichkeit ist schon bei Kassawerten gegeben, insofern der Kundige auch hier in der Lage, bei ungünstiger Konjunktur zu verkaufen und bei günstiger zu kaufen. Die Verkäufe werden aber hier in der Regel nicht den eigenen Bestand übersteigen können, die Käufe werden sich immerhin den verfügbaren baren Kapitalien anbequemen müssen. Auch können Käufe und Verkäufe nicht leicht bewerkstelligt werden durch den immerhin beschränkten Kassamarkt, an welchem eine intensivere Ausnützung der Organe nicht lange zu verheimlichen wäre.

Am Terminmarkt ist die Möglichkeit der Ausnützung fast unbeschränkt gross. Es tritt die Notwendigkeit des Verkaufs eigenen Bestandes nicht unbedingt an den Kundigen heran; es wäre vielleicht sogar unpolitisch, sich durch den Verkauf in die Karten blicken zu lassen. Der Kundige kann doch unbeschränkt kaufen und verkaufen per Termin; er nützt auf diese Weise den Unkundigen besser und gründlicher aus.

Gegen einen solchen Handel spricht kein Gesetz. Der Bericht der Börsenenquetekommission (pag. 77) bemerkt zwar, es sei gegen Schädigung gewerblicher Unternehmen durch Spekulationsgeschäfte ihrer Leiter bereits die Aktiennovelle eingeschritten, indem sie den betreffenden Gesellschaften das Recht gewährt habe, den aus diesen Geschäften erlangten Vorteil für sich in Anspruch zu nehmen. Es wird jedoch wohl nicht durch die Enquetekommission damit behauptet, dass die Art. 196 *a,* bezw. 232 H.-G.-B., die sie wohl im Auge hat, auch einen thatsächlichen Schutz gewähren. Wohl nur in den allerseltensten Fällen wird es möglich sein, dieses Eintrittsrecht praktisch zur Ausführung kommen zu lassen, da ein Beweis fast nie zu erbringen und es nur zu viele Wege giebt zur diskreten Erledigung der Spekulationsordres.

Die Möglichkeit der Ausnützung Unkundiger durch Kundige kann wieder Nachspiele haben. Die Konjunkturen können künstlich abgeschwächt und verstärkt werden, sie können künstlich überhaupt geschaffen werden, um der Spielwut Kundiger zu dienen.

Die Bilanzen und Berichte können von der Tendenz durchdrungen sein, die der Spielende wünscht; die Dividenden können abhängig werden von dem Wunsche der Kursgestaltung [1]). Diese Handlungsweise ist allerdings gesetzlich verfolgbar, aber ebensowenig je entdeckbar und noch weniger beweisbar.

CC. Den von der Minorität ins Feld geführten Einfluss des Termingeschäfts auf das Verhältnis zwischen Arbeiter und Arbeitgeber, indem vorübergehende Kurssteigerungen ohne berechtigten Grund für Forderung höherer Löhne geltend gemacht werden [2]), sieht die Majorität in keiner Weise dargethan. Die erhöhten Lohnforderungen mit Steigerung der Aktienkurse hingen nicht mit dem Terminhandel zusammen, sondern könnten ebensowohl bei den lediglich per Kassa gehandelten Papieren vorkommen, es sei dies eine Wirkung der öffentlichen Kursnotiz, vermöge welcher jedermann erkennen könne, welche Meinung an dem allgemeinen Markt über den Wert der betreffenden Papiere und die voraussichtlich zu erwartende Dividende bestehe.

Diesem Streit der Parteien ist wohl hervorragende Bedeutung überhaupt nicht beizumessen, beide haben auch anscheinend recht mit ihren Ansichten. Der Majorität ist allerdings nur deshalb recht zu geben, weil sie die Behauptung der Minorität überhaupt einer Beantwortung nicht würdigt. Die Minorität verweist darauf, dass die im Terminhandel entstehenden Kursschwankungen ohne berechtigten Grund eine Einwirkung auf die Löhne resp. Lohnforderungen haben können. Der Preis der Terminwerte wird durch das Spiel zeitweise willkürlich bestimmt, und diese unkorrekten Schwankungen können immerhin unkorrekten Einfluss auf die Lohnfrage gewinnen.

3. Zu den bisher genannten Nachteilen des Börsenterminhandels am Effektenmarkt treten wegen des hier auftretenden Börsenspiels ungünstige Einflüsse zu Tage, die mindestens nicht in gleicher Stärke sich geltend machen würden.

---

[1]) Die Gegner des Termingeschäfts erwähnen im Bericht der Börsenenquetekommission pag. 75: „Auch sei nicht ausgeschlossen, dass wenn die Leiter derartiger Unternehmen sich in erheblichem Umfang an den Termingeschäften beteiligten, sie bei den Geschäften, welche sie für die Unternehmungen abschliessen, nicht die Interessen der Aktionäre, sondern ihre Spekulationsinteressen berücksichtigen."

[2]) Bericht der Enquetekommission, pag. 77.

AA. Der Effektenmarkt wird durch den Terminmarkt in erhöhtem Masse abhängig vom Geldmarkt.

Diese Abhängigkeit über das notwendige Mass hinaus ist von viel weittragenderer Bedeutung, als mehrfach angenommen wird; sie erfordert deshalb eine eingehendere Betrachtung.

Es soll versucht werden, aus praktischen Beispielen hier zu theoretischen Erklärungen zu gelangen.

a) Der Status der hervorragendsten Kreditbanken betrug Ende 1895:

α) nach dem deutschen Ökonomisten (Der Deutsche Ökonomist vom 19. Sept. 1896, pag. 555 u. 556). Von 16 in Berlin domizilierten oder durch Filialen vertretenen Banken und 78 Provinzialbanken, zusammen von 94 Banken (in Millionen Mark):

Banken	Aktiva					Passiva				
	Kassa	Report und Lombard	Eff. Hypt. Konsortial-Beteiligungen	Debitoren und Diverse	Wechsel	Aktien-Kapital	Kreditoren	Depositen	Accepte	Reingewinn
16	169	278	267	1,150	416	627	820	196	465	69
78	55	172	168	842	348	508	456	297	241	42
94	224	450	435	1,992	764	1,135	1,276	493	706	111

β) nach der Frankfurter Zeitung (Jahrgang 1896, Nr. 121):

Banken	Aktiva					Passiva					
	Kassa und Bankguthaben	Report und Lombard	Eff. Konsortial-Beteiligungen	Debitoren	Wechsel	Aktien-Kapital	Kreditoren	Depositen	Accepte	Reingewinn	Dividende und Tantieme
25	241	448	358	1,343	549	930	921	362	591	99	86
und Ende 1896 (Frankfurter Zeitung, Jahrgang 1897, Nr. 137):											
30	219	448	400	1,471	679	1,046	994	384	622	106	96

Die Aufstellung des Ökonomisten ist die vollständigere und umfasst alle grösseren deutschen Banken; wir werden deshalb diese bei unseren Betrachtungen berücksichtigen, umsomehr als diejenige der Frankfurter Zeitung durch die Zusammenziehung von Kassa- und Bankguthaben die den Banken thatsächlich verfügbaren Mittel nicht kennzeichnet; die baren Mittel erscheinen in dieser Weise unter Umständen doppelt. Die Aufstellung der Frankfurter Zeitung, sowie diejenige von 16 Banken seitens des Deutschen Ökonomisten kennzeichnet so recht, dass nur einige wenige Banken den Verkehr beherrschen.

Der Status zeigt das Bestreben der Banken, in Anbetracht ihrer grossen kurzfälligen Verpflichtungen kurzfällige Aktiven zu besitzen, und unter diesen spielen Reports, die leider mit Lombards vereint aufgezeichnet sind, eine immerhin bedeutende Rolle.

Die hier genannten Zahlen müssen, wenn sie zur Beurteilung der dauernden Liquidität der Banken dienen sollen, als optimistische betrachtet werden; sie sind den Bilanzen per Ende Dezember entnommen, und diese sind von dem Bestreben der Banken, liquider zu erscheinen, als sie es gewöhnlich sind, beeinflusst. Im Jahreslaufe dürften in den Aufstellungen die Accepte und Reports wesentlich höher, der Barbestand niederer sein.

Eine Schätzung des Jahresdurchschnitts soll nicht versucht werden, es muss genügen, darauf hingewiesen zu haben, dass die Thatsache ungünstiger ist, als die Zahlen reden.

Würden unseren Zahlen noch diejenigen der Privatbanken beigefügt werden können, träte eine ausserordentliche Verschlechterung der Verhältniszahlen ein. Die Privatbankiers unterliegen nicht der öffentlichen Kontrolle durch Jahresbilanzen und sind daher weit mehr gewohnt, ihre disponiblen Mittel, soweit sie bei regulärem Geschäftsbetrieb nicht sofort nötig sind, zinstragend anzulegen. Eine grosse Reihe von Privatbankiers, die die öffentliche Meinung als „gut für jeden Betrag“, bezw. in der Handelssprache als „Prima“ bezeichnet, betreiben insbesondere in der Provinz das Acceptgeschäft weit über ihre Betriebsmittel hinaus. Die dauernde leichte Verkaufsmöglichkeit ihrer Accepte zu niedrigsten Sätzen, „zum Privatdiskont“, hat hier gewohnheitsmässig zu einer weitaus zu grossen Ausnützung ihres Kredites geführt.

Das Bestreben der Banken, die ihnen zufliessenden Barbeträge baldigst zinstragend auszuleihen und

dabei in Anbetracht der kurzen Fälligkeitsdauer der bei ihnen deponierten Beträge sie auch kurzfällig auszuleihen, führt in Zeiten temporär grösserer Geldfülle, die alljährlich mehrfach wiederkehrt, zu niederem Handelszins und hier in erster Linie zu niedrigem Wechselzins und niedrigen Reports, während umgekehrt in Zeiten temporären Geldmangels die Kapitalien der Börse entzogen und hohe Reports verlangt werden.

Der Effektenmarkt ist in seiner Tendenz abhängig von der Höhe des Handelszinses, er wird hierdurch auch abhängig von dem natürlichen temporären Geldüberfluss und Geldmangel.

Die Abhängigkeit steigert sich mit der Höhe der Beträge, welche der Effektenmarkt vom Geldmarkt in Anspruch nimmt; sie steigert sich mit dem zunehmenden flottierenden Börsenmaterial; sie wäre nicht vorhanden, wenn alle Effekten thatsächlich bezahlt sein würden.

Das Termingeschäft vermehrt das flottierende Effektenmaterial in ausserordentlicher Weise und erhöht aus diesem Grunde die Abhängigkeit des Effektenmarkts vom Geldmarkt weit über das notwendige Mass hinaus.

Dies der reguläre Zustand, wie er geschildert wurde. Betrachten wir nun die Situation in Zeiten der einfachen Börsenkrise hervorgerufen durch Überspekulation in Effekten. Jetzt wechselt das Bestreben der Banken, ihre baren verfügbaren Kapitalien der Börse zu überlassen; die Unsicherheit der Lage hält sie davon ab und veranlasst sie zur Ansammlung grösserer Barvorräte. Der Rückzug kurzfälliger Kapitalien wird sich zuerst an der Börse zeigen. Hier haben die Banken nicht Wünsche der Kunden zu befriedigen, die sie sich zu erhalten bestrebt sind; sie stehen an der Börse selbst Personen gegenüber, die recht wohl wissen, dass ihnen die Mittel der Bank nur so lange verfügbar bleiben, als sie die Bank nicht selbst benötigt. Hier besteht auch keine moralische Verpflichtung des Gläubigers den Kredit nicht zu künden, die sich zwischen Bank und Kunden recht wohl konstruieren lässt.

Der Entzug der Kapitalien an der Börse nimmt aber die der Spekulation dort regulär verfügbaren Betriebsmittel; die Verkäufe müssen sich mehren, der Rückgang muss weitere Ausdehnung gewinnen.

Gehen wir einen Schritt weiter. — Ein dauernder Rückgang der Terminwerte wird seine Wirkung auf den Kassamarkt durch Kündigungen von Kredit auf Kassawerte ausüben und sich dadurch auch auf weitere Volksklassen ausdehnen. Die Ängstlichkeit wird gleichzeitig zunehmen, sie wird ihren Einfluss auf die Banken nicht verfehlen. Diese stehen vor der Gefahr des Rückzugs grösserer Bardepositen; für sie wird es Pflicht, mit Zunahme der Ängstlichkeit auch für dauernde grössere Entnahmen von Barguthaben gerüstet zu sein, da diese in der Regel nun eintreten. Die Mittel zur Bezahlung können nur noch den Kunden entzogen werden; zweifelhafte Kredite werden zuerst gekündigt, an diesen Kunden liegt den Kreditinstituten weniger, zudem werden altbestehende Kredite eingeschränkt und neue gänzlich abgelehnt. Der Industrie werden die sonst verfügbaren Mittel nicht gewährt, sie werden ihr teilweise entzogen. Die Entziehung der gewohnheitsmässig verfügbaren Betriebskapitalien dehnt die Spekulationskrisis zur allgemeinen Handelskrisis aus.

Die Situation, betrachtet ausgehend von den anfangs gegebenen Zahlen, giebt folgendes Bild. Dieses ist selbstredend, um zum Beispiel für Deutschland angewendet zu werden, um ein Mehrfaches zu erhöhen. Immerhin bietet die Übersicht von 94 Banken, wie schon betont, ein sicher nur zu optimistisches allgemeines Bild.

Zur Deckung der Verpflichtungen der Banken, die innerhalb kurzer Dauer fällig sind,

als	1276	Millionen Mark	Kreditoren
	493	„ „	Depositen
	706	„ „	Accepte
ca.	100	„ „	auszuzahlende Dividenden und Tantiemen
Zus.	2575	Millionen Mark	

stehen Barvorräte verfügbar (Banknoten und Reichsbankguthaben als bar mitberechnet)

224 Millionen Mark.

Die restlichen Verpflichtungen der Banken sind allerdings noch teilweise kurzfällig angelegt und auch „der Sitte gemäss“ gut und sicher gedeckt in

	764	Millionen Mark	Wechsel
	450	„ „	Reports und Lombards
	1214		

Nachdem auch ein Teil der Kreditoren und vielleicht der Effekten als rasch realisierbar angesehen werden kann, hingegen allerdings die in Zahlen genannten als leicht realisierbar geltenden Kapitalien nicht immer zu liquidieren sein werden, kann angenommen werden, dass 50—60 % der kurzfälligen Verpflichtungen durch Bar- und kurzfällige Guthaben gedeckt sind.

In ruhigen Zeiten genügt eine solche Deckung sicherlich; in irregulären Zeiten jedoch nicht, und diese fordern von den Banken deshalb Änderung des sonst üblichen Verfahrens, sie fordern teilweise den Einzug ausgeliehener Beträge, in der oben erwähnten Reihenfolge, und ein jeder Rückzug bringt infolge der Abhängigkeit des Effektenmarkts vom Geldmarkt einen neuen Rückgang, eine Verschärfung des Zustandes mit sich.

Würde beispielsweise nur der vierte Teil der kurzfälligen Barverpflichtungen der Banken zurückgezogen, so sind letzteren ausser der Kassa allerdings die kurzfälligen Aussenstände verfügbar, doch ist eben teilweise Realisation der Aktiven erforderlich. Wer aber ist befähigt, die Aktiven zu übernehmen, wenn es die genannten Banken nicht vermögen? Die Centralnotenbank als einzige höhere Stelle würde einem solchen Ansturm nicht im entferntesten begegnen können.

Deshalb soll hier nicht gesagt werden, dass dieser Zustand der Banken ein tadelnswerter, hingegen wurde gewünscht, einen kleinen Einblick in die bestehende Kreditwirtschaft zu gewähren. Man gewöhnt sich immer mehr, nur die ruhige Entwicklung zu betrachten, die ruhigen Zeiten für immerwährende zu halten und hiernach seine Dispositionen zu treffen. Es sollte nicht übersehen werden, dass den Goldreserven bei den Notenbanken in Deutschland von wenigen Hundert Millionen Mark kurzfällige Verpflichtungen (nicht der Banken allein, sondern der Allgemeinheit) im Minimalbetrage von 15 Milliarden Mark gegenüberstehen,[1]) die eventuell in Gold als Währungsmetall zu zahlen sind. Die Reserven der Banken genügen — vielleicht —, wenn das Geld Tauschmittel allein; tritt es aber hervorragender in seine zweite Funktion als — sicherstes — Wertaufbewahrungsmittel, genügt eben keine Reserve.[2])

Aus diesem normalen Zustand unserer Volkswirtschaft sieht man die stete Gefahr eines Zusammenbruchs durch die Möglichkeit einer Störung der ausgedehnten Kreditwirtschaft. Diese kann wohl in ruhigen Zeiten gefahrlos bestehen, ein Rad greift geordnet in das andere ein; doch denke man an grössere politische Ereignisse, so wird bei deren möglichem Eintritt keine bisherige Deroute vergleichbar mit derjenigen, die aus der Kreditwirtschaft hervorgehen muss.

Aber nicht politische Ereignisse allein sind es, welche den normalen Kreislauf des Geldes stören können; dieser kann aus nicht ökonomischen Ursachen aller Art unterbrochen werden; er kann jedoch auch unrichtig funktionieren und selbst stillstehen aus Ursachen, die aus der Kreditwirtschaft selbst, also aus ökonomischen Ursachen hervorgehen, und hierzu dient die massenhafte Existenz derjenigen kurzfälligen Verpflichtungen, die nicht notwendig mit unserer Volkswirtschaft verbunden sind.

Die Gefahr dieser Verpflichtungen für unser wirtschaftliches Leben steigt mit der geringeren Sicherheit und mit den kürzeren Verfallsterminen derselben.

Gut gesicherte Aussenstände werden weniger zu Kündigung Anlass geben wie schlechtgesicherte. Bei ersteren besteht vielleicht keine, bei letzteren eine hohe Verlustgefahr, welche ihrerseits die Nervosität des Darlehensgebers erhöht und die Krise beschleunigt. Bei Verpflichtungen mit verhältnismässig langer Dauer giebt Zeit häufig Rat, kurze Termine steigern die Nervosität des Darlehensempfängers, sie werden Ursache häufiger Selbstexekutionen.

Das Termingeschäft ist nun nicht allein geeignet, grosse Massen Verpflichtungen zu kreiren. Die Verpflichtungen hieraus sind weiter höchst mangelhaft gedeckt,[1]) sie sind aber auch weiter kurzfällig und endlich alle gleichzeitig fällig. Diese gleichzeitige Fälligkeit so eminent grosser Beträge schlecht gedeckter, nicht bezahlter Effektenbeträge erhöht die Abhängigkeit des Effektenmarkts vom Geldmarkt in ausserordentlichem Masse. Diese Abhängigkeit allein ist geeignet, in Zeiten natürlichem temporären Geldmangels die Krise zu erhöhen und die Effektenspekulationskrise in eine allgemeine Handelskrise zu verwandeln.

Die Abhängigkeit des Effektenmarkts vom Geldmarkt zeigt sich, wie früher erwähnt, auch in der Weise, dass niederer Handelszins steigend, hoher Handelszins fallend auf die Effektenpreise einwirkt, obgleich der temporäre stimulierende Geldüberfluss und -mangel, der jährlich aus natürlichen Ursachen mehrfach eintreten muss, auf die Wertentwicklung der Effekten keinen thatsächlichen Einfluss hat. Diese Preisveränderung infolge der Steigerung und des Falles des Handelszinses ist deshalb eine falsche, dem Wert nicht entsprechende, sie muss deshalb wieder spätere Korrektur finden.

---

[1]) Der Deutsche Ökonomist vom 30. Januar 1897 nimmt an in Deutschland: M. 1½ Milliarden Wechsel; M. 2 Milliarden Kapitalforderungen; M. 7¼ Milliarden Sparkassaguthaben; M. 17¼ Milliarden Hypotheken. Von letzteren wurde nur der vierte Teil als kurzfällig angenommen.

[2]) Leroy-Beaulieu, Grundriss der Nationalökonomie, pag. 148, bemerkt, dass die weitaus grösseren metallischen Geldschätze in Frankreich, als in England, einen schlecht verwendeten Reichtum bedeuten. Das Metallgeld beträgt nach ihm in England 3 Milliarden 600 Millionen Franken, hiervon 3 Milliarden 100 Millionen Gold; in Frankreich 8 Milliarden Franken, hiervon 3 Milliarden Franken Silber.

Gewiss hat er recht in ruhigen Zeiten, doch in Zeiten der Depression bedeuten diese Reserven die wirtschaftliche Sicherheit eines Landes, es werden durch die verfügbaren grossen Reserven vielleicht Millarden Verluste abgewendet, und die Ausbildung des nur geringen Disagios im Jahre 1870/71 hat ihre vorzügliche Ursache in den grossen Geldbeständen Frankreichs und dem hierdurch möglichen, verhältnismässig günstigen und Vertrauen erweckenden Status der Bank von Frankreich.

[1]) A. van Gülpen, „Terminhandel und Börse", bemerkt (pag. 10): „Das Differenzgeschäft unterwühlt das Handelsfundament, weil es massenhafte ungedeckte Verpflichtungen am Markte erzeugt und unterhält." — Im Termin- und Differenzgeschäft entstehen jedoch keineswegs „ungedeckte" Verpflichtungen. Die Verpflichtungen sind ursprünglich voll gedeckt, es fehlt jedoch jede Überdeckung; nur die Kursdifferenzen bleiben, wo Nachschuss nicht gefordert wird, bis zum Liquidationstag unbeglichen, und diese Beträge sind unter Umständen wohl gross, doch nicht massenhaft, da sie meist monatlich beglichen werden müssen. van Gülpen ist übrigens gleicher Meinung wie wir, er scheint den Ausdruck „ungedeckt" hier nur irrig gewählt zu haben.

Schwerlich würde dieser stimulierende Einfluss des Handelszinses ein grosser sein ohne den Terminmarkt, da dieser es ist, welcher die grössten Mengen Verpflichtungen gegen Wertpapiere und dabei nur gegen einzelne wenige Wertpapiere erzeugt. Auch im Kassamarkt entstehen soche Verpflichtungen, diese haben als Sicherheit jedoch eine vielleicht zehnmal so grosse Anzahl von verschiedenen Wertpapieren.

Im Lombardgeschäft, welches der Belehnung von Kassaeffekten hervorragend dient, unterliegt der Zins bei weitem nicht in dem Masse den Schwankungen wie im Reportgeschäft, der Reportzins ist weitaus wechselnder als der Lombardzins. Niederer Handelszins wirkt deshalb immer in erster Linie auf den Terminmarkt kaufstimulierend und umgekehrt.

b) Eine weitere Erklärung der Gründe, weshalb niedriger Handelszins ausser der hierdurch gegebenen billigen Reportierungs- oder Lombardierungsmöglichkeit steigernd wirken soll, finden wir in der Presse. Es wird gesagt,[1]) der Kapitalzins sei zurückgegangen, da der Marktzins mehrere Monate auf tiefem Niveau gestanden habe; hieraus ergebe sich die notwendige Folge anderer Kapitalisierung der Dividenden- und Rentenbeträge.

Da diese Notiz grosse Handelszeitungen aufnahmen und andere unerwidert liessen, muss gefolgert werden, dass sicher ein grosser Teil der Börse der Anschauung huldigt, dass Handels-(Markt-Verkehrs-)zins und Kapitalzins identische Begriffe, oder wenigstens der Verkehrszins der genaue Barometer des Kapitalzinses sei.

Thatsächlich haben jedoch beide Zinsarten in Bestimmung ihrer Höhe viel weniger Gemeinsames, als angenommen wird.

Der Kapitalzins ist abhängig von den vorhandenen Kapitalien, der Handelszins von dem vorhandenen Gelde.[2]) Geldfülle ist nicht notwendig ein Zeichen von Anlagebedürfnis; Zeiten temporärer natürlicher Geldfülle treten mehrfach im Jahre auf, die Gelder werden beispielsweise nur aufbewahrt, um von Landwirtschaft, Industrie und Handel zur rechten Zeit wieder begehrt zu werden, sie sind vorübergehend nicht notwendig. Nur Gelder, die nicht aus Ursache natürlicher Geldfülle den Marktzins drücken, deuten auf das Anlagebedürfnis hin und vermögen bei dauerndem Angebot den Kapitalzins zu ermässigen.

Böhm-Bawerk sagt am schon genannten Orte: „Über die dauernden Bewegungen des Zinsfusses entscheidet die verhältnismässige Fülle an reellen volkswirtschaftlichen Kapitalien. Die ephemeren Oscillationen des Zinsfusses um sein Normalniveau herum stehen dagegen unter dem Einfluss des Geldstandes."

[1]) z. B. v. Frankfurter Aktionär vom 27. Juli 1894.

[2]) Geldfülle ist nicht Kapitalfülle, sagt Böhm-Bawerk, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. VI.

So sehr wir den ersten Satz anzuerkennen vermögen, müssen wir unsere Zweifel am zweiten Satz zur Geltung bringen. Die ephemeren Oscillationen stehen unter dem Einfluss des Geldstandes, *sie bewegen sich jedoch nicht notwendig um das Normalniveau, den Kapitalzins, herum.*

Der Privatdiskont als vorzüglichster Handelszins betrug:[1])

	a) in London	b) in Berlin
1896	1.50 %	2.99 %
1895	0.99 „	2.02 „
1894	1.03 „	1.77 „
1893	2.09 „	3.21 „
1892	1.48 „	1.79 „
1891	2.36 „	3.09 „
1890	3.50 „	3.81 „
1889	2.92 „	2.60 „
1888	2.35 „	1.98 „
	18.22 %	23.26 %
= in 9 Jahren durchschnittlich	2.02 %	2.58 %

während der Kapitalzins für erste Anlagen in London $2^7/_8$ %, in Berlin $3^3/_4$ % durchschnittlich im gleichen Zeitraum betragen dürfte. Der Diskont beträgt demnach durchschnittlich 1 % unter dem normalen Zins. In Paris stellt sich der Privatdiskont seit Jahren nicht über 2 %, während der Kapitalzins mit mindestens 3 % veranschlagt werden darf. Giebt hier die Vergangenheit schon den Beweis, dass der Kapitalzins von andern Faktoren bestimmt wird — und der gleiche Beweis würde auch bei Betrachtung eines längeren Zeitraumes seit Ausbildung des Depositenwesens neuen Stils zu erbringen sein — wollen wir unsere Anschauung, die von der bestehenden Theorie abweicht, zu begründen suchen.[2]) [3])

Die Notenbanken benötigen zur teilweisen Deckung ihrer Noten und die Depositenbanken zur Sicherung der jederzeitigen Rückzahlungsfähigkeit ihrer in Verzinsung genommenen Bardepositen und zur Einlösungsfähigkeit ihrer Accepte kurzfällige Guthaben. Sind solche kurzfällige Kapitalanlagen, die in erster Linie in Wechseln und Reports, in zweiter Linie in Lombard-

[1]) Julius Basch, Börse und Geldmarkt im Jahre 1896.

[2]) Mithoff, Handbuch der politischen Ökonomie (Schönberg), sagt betreffend landesüblichen Zins und Handelszins oder Diskont: *Trotzdem werden auch diese beiden Arten des Zinses auf die Dauer nicht beträchtlich voneinander abweichen können,* weil wegen der Möglichkeit, Geldkapital nach Belieben zu lang- oder kurzsichtiger Kreditgewährung verwenden zu können, je nachdem die eine oder andere Verwendungsweise grösseren Nutzen gewährt, eine Ausgleichungstendenz zwischen beiden Zinsarten sich einstellen wird.

[3]) Lotz, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, meint: Auch der Diskontsatz folgt, besonders im Durchschnitt längerer Perioden, *dem für beste andere Sicherheiten jeweilen landesüblichen Zinssatze.*

darlehen bestehen, nicht in genügendem Masse erhältlich, wird infolge der Konkurrenz der Geld offerierenden Personen der Satz unter den Satz des landesüblichen Zinses fallen. [1])

Während also die Höhe des Kapitalzinses bestimmt wird durch die Produktionsmöglichkeit der dauernden Anlagen, wird der Handelszins bestimmt durch die Produktionsmöglichkeit der kurzfälligen Anlagen, er wird bestimmt durch die Menge solcher angebotener Anlagen und die Grösse solcher gesuchter Anlagen, welch letztere Nachfrage sich wieder aus der Höhe der kurzfälligen Verpflichtungen der Banken ergiebt.

Hierdurch tritt die in früherem Absatz schon besprochene Möglichkeit ein, dass mit dem Wegfall des Reportgeschäfts und keinem anderweitigen Ersatz für die Banken ein weiterer Fall des Handelszinses wahrscheinlich ist.

Jetzt darf nicht gefolgert werden, dass dann überhaupt eine Schranke für das Sinken des Handelszinses nicht bestehe. Eine solche besteht in dem landesüblichen Kapitalzins; es werden bei dauernd sehr tiefem Handelszins manche langfällige Verpflichtungen zu kurzfälligen gestaltet werden, anderseits werden manche bisher zum Report- und Diskontgeschäft verwendeten Kapitalien dauernde Anlage, z. B. durch Ankauf weniger schwankender festverzinslicher Werte suchen.

Immerhin wird der Handelszins 1—2 % unter den landesüblichen Zins bei jetzigem Stand des Kapitalzinses durchschnittlich dauernd sinken können, da die Umwandlung von langfälligen Verpflichtungen in kurzfällige nicht risikofrei, dem Darlehensnehmer Kommissions- und Stempelkosten erwachsen und bei Anlage in Renten etc. eben Kursverluste gerade zu der Zeit eintreten, wann die Realisation gefordert wird.

Den grössten Unterschied zwischen landesüblichem und Handelszins zeigt der Londoner Markt durch Notierung des Zinssatzes für tägliches Geld (täglich kündbares Geld, Geld auf Abruf); der Zinssatz beträgt hier vorübergehend bis $^1/_4$ % p. a. und dürfte nur an wenigen Tagen in anormalen Zeiten den landesüblichen Zins überhaupt erreichen. Trotzdem wird dieser Zins gern als Zeichen fallenden Kapitalzinses angesehen, während dieses Zeichen darin absolut nicht erblickt werden darf, es ist allein ein Zeichen, dass so kurzfällige Anlagen im Vergleich zum Angebot wenig gesucht sind.

Nachdem dargelegt wurde, dass die Bestimmungsfaktoren des landesüblichen Zinses und des Handelszinses verschiedene sind, ist auch eine Kapitalisierung der Dividenden und Renten nach dem Handelszins und eine Erhöhung des Preises der Wertpapiere infolge länger dauernden niedrigen Handelszinses aus denselben Gründen eine falsche. Die Kapitalisierung hat nach Massgabe des landesüblichen Zinses allein zu erfolgen.

BB. *Durch die geschilderte erhöhte Abhängigkeit des Effektenmarkts vom Geldmarkt wird derselbe ebenso in erhöhtem Masse abhängig von den Bewegungen des Goldes.*

D. Die entwickelten volkswirtschaftlichen Nachteile des Börsentermingeschäfts zeigen folgendes Resultat. Ein endgültiges Urteil vermag unter Mitberücksichtigung der Rekapitulation auf Seite 27 alsdann gewonnen zu werden:

1. die leichte Ausdehnungsmöglichkeit der Spekulation durch das Termingeschäft führt zu

α) irrationellen Kreditverhältnissen, und

β) der Handel wird nicht allein unabhängig vom flottierenden Effektenmaterial, er wird sogar unabhängig vom gesamten emittierten Kapital.

2. In hohem Masse sprechen socialpolitische Gründe gegen das Termingeschäft. Es bewirkt

AA. durch das Mittel des Reportgeschäfts:

a) die Möglichkeit der Tendenzbeeinflussung durch Zuführung und Entzug von Kapitalien für Reportzwecke;

b) die Möglichkeit, künstlichen Überfluss und Mangel an Stücken zu bewerkstelligen;

c) das Reportgeschäft bewirkt endlich Eigentum an den in Report genommenen Effekten und gewährt hierdurch einen hohen Einfluss auf die Gesellschaftsorgane, welcher Einfluss nicht im Interesse der Gesellschaft, sondern aus Spielinteressen geltend gemacht werden kann.

BB. Im Termingeschäft wird die Möglichkeit der Ausnützung Unkundiger durch Kundige in fast unbeschränktem Masse erhöht.

CC. Der Einfluss des Termingeschäfts auf die Lohnverhältnisse darf nicht überschätzt werden; der Börsenkurs überhaupt führt zu erhöhten Lohnansprüchen. Allerdings kann eine vorübergehende unberechtigte Steigerung der Terminwerte die Ursache zu dauernden unberechtigten Lohnansprüchen werden.

3. Das Termingeschäft erhöht in ausserordentlicher Weise die Abhängigkeit des Effektenmarktes vom Geldmarkt.

AA. Der Effektenmarkt wird abhängig vom natürlichen temporären Geldüberfluss und -mangel; temporärer Geldmangel mit gleichzeitiger Spekulationskrisis kann zur Handelskrisis führen. Die Verwendung des Reportgeschäftes seitens der Spekulation bewirkt falscher-

[1]) Als landesüblicher Zins darf ein höherer Zinssatz, als früher berechnet, angenommen werden; dieser dort berechnete Zins ist der Zinssatz für beste Effektenform angenommene Kapitalanlagen, deren leichte Realisierbarkeit einen niedereren Zins, wie den landesüblichen, rechtfertigen.

weise eine Kapitalisierung der Renten und Dividenden auf Grund des Report- beziehungsweise Handelszinses statt des landesüblichen Kapitalzinses.

BB. Durch die erhöhte Abhängigkeit des Effektenmarktes vom Geldmarkt wird ersterer auch in erhöhtem Masse abhängig vom Goldmarkt und den Bewegungen des Goldes.

IV. Kassamarkt und Terminmarkt.

1. Die Börsenenquetekommission verweist in ihrem Bericht darauf, dass eine Unterdrückung des Terminhandels in Wertpapieren schon deshalb eine wesentliche Verringerung der Spiel- und Spekulationsgeschäfte nicht zur Folge haben würde, weil es sehr leicht sei, diese Spekulationen auch in Form von Kassageschäften zu machen. Erwiesen sei dies durch die Erfahrung an amerikanischen Börsen, besonders der New-Yorker, an welcher man das Termingeschäft in Wertpapieren nicht kenne und an der die Spielgeschäfte eine weit grössere Ausdehnung hätten als an den deutschen Börsen. Aus diesen Gründen folgert die Kommission, dass eine Einschränkung der Spielgeschäfte von Einschränkung des Termingeschäfts nicht erhofft werden dürfe, da es keine Schwierigkeiten biete, die Spekulationsgeschäfte der Form des Termingeschäfts zu entkleiden und in Form des Kassageschäfts zu machen.

Thatsache ist, dass in New-York das Börsenspiel trotz Verbot des Terminhandels blüht. Die Kauf- und Verkaufsgeschäfte sollten formell täglich erfüllt werden, sie werden jedoch nicht erfüllt, es erfolgt tägliche Prolongation. So erfordert ein Spekulationsgeschäft in New-York eine vielfache Versorgung im Monat, während es in Berlin in gleicher Zeit nur eine einmalige Prolongation braucht.

Auf die Streitfrage der Kennzeichen des Termin- und Kassageschäfts gingen wir in diesem Buch schon unter II. ein. Die Frage ist nun zu entscheiden: ist dem Kassageschäft eigentümlich der kurze Lieferungstermin, dem Termingeschäft der längere, oder ist diese Unterscheidung ungenügend? Wir haben uns letzterer Anschauung zugeneigt und erklärt: Nicht der kurze Lieferungstermin ist dem Kassageschäft eigentümlich, dann würde überhaupt besser zwischen langem und kurzem Lieferungsgeschäft unterschieden werden, dem Kassageschäft ist eben eigentümlich die Kassa, die bare Bezahlung, und als Kassageschäft gilt im geschäftlichen Leben die bare Zahlung in kürzeren Terminen, also das kurzfällige Effektivgeschäft.

Der Käufer bezieht im Kassageschäft die Stücke mit eigenen Mitteln oder den Mitteln seines Darlehengebers, er lässt in letzterem Falle sein Bankconto belasten. Im Termingeschäft schwebt die Erfüllung, es besteht das Bezugsrecht, die Lieferungspflicht, es erfolgt keine Bezahlung, keine Belastung der gekauften Effekten, das Engagement bleibt schwebend. — So wird unseres Erachtens das Termingeschäft zum Kassageschäft, wenn am Termin die Effektiverfüllung erfolgt, die Kassa berichtigt wird.

Betrachten wir das sogenannte New-Yorker Kassageschäft und kennzeichneten wir oben, dass die formell per nächsten Tag ge- und verkauften Effekten — soweit eben ein Effektivgeschäft nicht vorliegt — nicht bezogen oder geliefert werden, so finden wir, dass auch hier das eingegangene Engagement schwebend bleibt, es bleibt beim Bezugsrecht, bei der Lieferungspflicht stehen, das Geschäft wird also nicht Kassageschäft. In New-York schwebt das Engagement von Tag zu Tag, in Wien 3—5 Tage, in Berlin einen Monat. Seitens des Käufers und des Verkäufers wird nicht thatsächlich erfüllt, es werden nur die Differenzen beglichen. Wie in Berlin können sich in Wien und New-York Haussiers und Baissiers ausgleichen, und der Geldgeber erhält das flottierende Material.

Hindernd tritt bei kurzen Verfallterminen der Engagements nur die häufige Versorgung in den Weg, doch diese kann durch dem Spiele dienende mustergültige Einrichtungen der Börse in einer Weise erleichtert werden, dass sie ein Hindernis nicht mehr bietet. New-York hat solche Einrichtungen in den Abrechnungsstellen. *Die Börsenenquete befindet sich deshalb im Irrtum; nicht das Kassageschäft dient in New-York dem Spiele, ihm dienen ausserordentlich kurzfällige, meist eintägige Termingeschäfte*[1]).

Auch die dem Termingeschäft nicht günstig gesinnte Partei bringt ihre Meinung auf Seite 79 des Berichts zum Ausdruck; diese ist jedoch, wir wollen sagen nicht klar genug, um eingehender gewürdigt zu werden. Es muss überhaupt über die Formen der New-Yorker Spekulation Klarheit nur bei sehr vereinzelten Mitgliedern der Enquete bestanden haben.

Auffallenderweise verweist der Bericht der Börsenenquetekommission nicht darauf, dass ein Handel ähnlicher Art wie in New-York in Deutschland nicht wahrscheinlich oder mindestens ausserordentlich erschwert ist, da in Deutschland doch die Börsensteuer hemmend entgegentritt. Die täglichen Kosten von

[1]) Wenn man diese Geschäfte nicht Termingeschäfte nennen will, so muss man sie sicher als „schwebende" Geschäfte bezeichnen, während man sie ebenso sicher Kassageschäfte nicht nennen darf. Es bleibt eben notwendig, bei Unterscheidung nach Möglichkeit des Spiels zur Vermeidung von Irrtümern vom Ausdruck Kassa- und Termingeschäft am besten ganz abgesehen. An diesem Platze ist dies nicht möglich, da wir mit der angewendeten Litteratur in Widerspruch kommen würden.

$^2/_{10}$ ‰, die jetzige Höhe der Steuer, würden kaum überwunden werden können. Die vielfachen Beweise, die geführt werden, um darzulegen, dass die Spekulation hohe Kosten nicht scheue, sind nicht ganz richtig. Die Spekulation scheut diese in regulären Zeiten wohl, sie rechnet mit ihnen und wird deshalb in den meisten Fällen sich durch sie abhalten lassen, Spielengagements einzugehen. Nur in irregulären Zeiten rechnet der Spieler nicht mehr mit der Höhe der Spesen. Von der New-Yorker Börse werden zuweilen tägliche Prolongationskosten von $^1/_4$% = 90 % Zins per Jahr gemeldet; dies sind seltene anormale Vorgänge, in Wirklichkeit erfordert dort die Spekulation keine höheren Kosten als anderwärts.

Wurde dargelegt, dass die New-Yorker sogenannte Kassaspekulation ebenbürtig neben die an den europäischen Hauptbörsen bestehende Terminspekulation zu stellen ist, ist ein Vergleich von gleichartigen Wertpapieren, die an der New-Yorker Börse dem kurzfälligen Termingeschäft, in Berlin dem langfälligen Termingeschäft unterliegen, wie Gschwindt ihn zur Beurteilung des Termingeschäfts in Bezug auf seinen Einfluss auf die Preisgestaltung wünscht,[1]) für diese unbrauchbar.

2. Es verbleibt zu erörtern, ob das Kassageschäft, und zwar in der Form, wie wir es verstanden wissen wollen, also als thatsächlich zum Vollzug kommendes Geschäft überhaupt Spekulationen in grossem Umfang und über die Mittel des Einzelnen ermöglicht.

Zweifellos ist dies der Fall; denn begnügt sich ein Bankhaus mit 10%iger Deckung, kann mit 10,000 Franken ein Engagement von 100,000 Franken eingegangen werden. Für diese Verbindlichkeiten, wenn sie in grossem Masse vorhanden, trifft das Gleiche zu, was beim Terminhandel Erwähnung fand: solche Kredite werden zur Zeit der Krise diese verschärfen, sie sind eine Gefahr für unsern auf ausgedehntester Kreditwirtschaft beruhenden Wirtschaftskörper. Die dem Kredit hier unterliegenden Wertpapiere haben unter Umständen noch einen erheblichen Nachteil, und dieser liegt in der schweren Realisierbarkeit derselben. Der Markt für Terminwerte ist infolge Zutritts des Termingeschäfts ein grosser. Hier drücken grössere Angebote nicht in gleicher Weise wie am Kassamarkt, wo ein grosses Angebot unter Umständen stärkeren Kursfall bewirkt.

Aus dieser schweren Realisierbarkeit folgt aber wieder, dass *grössere* Beträge *gleichartiger* Kassawerte, ausser solchen, die täglich in grossen Beträgen umgehen, in der Regel nicht belehnt werden und dass bei Darlehen auf solche überhaupt höhere Deckung beansprucht wird. Die Belehnbarkeit eines Wertpapiers nimmt so infolge der Erfahrungen des Darlehngebers mit seiner Realisierbarkeit ab.

Die darleihende Bank wird aber auch bei Darlehen von Kassaeffekten sich länger bedenken, ob ein solches angebracht; sie weiss, dass es sich hier nicht um eine rasch realisierbare Schuld handelt, sie giebt das Darlehen in der Voraussicht, dass es längere Zeit währen wird. Dieser immerhin erhöhten Schwierigkeit, Darlehen zu erhalten, folgt ein längeres Überdenken des Spekulanten in Kassaeffekten. Er wird die Verhältnisse der Gesellschaft, an der er sich beteiligen will, prüfen, er wird sein Bankconto in Betracht ziehen, ob es eine dauernde Belastung verträgt.

So wird ein Spekulant Erfahrungen gemäss eher ein Engagement von 1000 Österreichischen Kreditaktien eingehen, ehe er vielleicht 50 Österreichisch-Ungarische Bankaktien kauft. Der Käufer wird auch eher und rascher gewillt sein, diese 1000 Österreichische Kreditaktien wieder zu verkaufen und mit 1000 Stück sich durch weiteren Verkauf in die Kontremine zu begeben, ehe er nur daran denkt, die 50 Österreichisch-Ungarischen Bankaktien mit Verlust zu verkaufen.

Der Spekulant in Kassaeffekten wird auch nicht in gleicher Weise abhängig vom Geldmarkt, ihn dürfte ein höherer Handelszins vorübergehend nicht stören; den Spekulanten in Termineffekten stört er, weil dieser weiss, dass steigender Handelszins fallende Tendenz gern bedeutet.

Auch dasjenige Darlehen auf Kassaeffekten bedeutet eine Gefahr für die Volkswirtschaft, welches nur durch Verkauf dieser oder anderer Effekten gedeckt werden kann, wo also der Einkauf nicht einem Anlagebedürfnis sondern dem Wunsche, aus Kursdifferenzen zu profitieren, entsprungen ist. Der Rückgang ergreift zuerst die Terminwerte, wird aber bei dauerndem Geldmangel auf den Kassamarkt seinen Einfluss nicht verfehlen und dann vielleicht ähnlich intensiv werden. Die Krise geht vom Hauptspekulationsmarkt aus und auf die Nebenspekulationsmärkte über; je mehr ein Effekt, ob Termin- oder Kassapapier, unbezahlt in Händen der Spekulation ist, umso grösser wird dessen Rückgang. An Effekten, die voll in festen Händen sind, wird die Krisis verhältnismässig ohne Wirkung vorübergehen. Diese Erscheinung ist vorzüglich bei nur an kleinen Börsen notierten Wertpapieren bemerkbar; mit der zunehmenden Grösse des Marktes steigert sich heute die Abhängigkeit von der Tendenz an den Centralbörsen; je kleiner der Markt, umso geringer sind die Einwirkungen derselben. Die dauernde Wertbildung der Effekten an beiden Börsen ist wohl die gleiche, die Preisbildung ist jedoch eine verschiedene, da — meist — bei dem kleineren Markte auch das Spekulantentum in Wegfall kommt. An kleinen Börsen wer-

[1]) Gschwindt, am angegebenen Orte, pag. 34.

den die Preise der dort bekannten Papiere von Angebot und Nachfrage des anlagesuchenden Kapitals allein richtig bestimmt, und eine Abhängigkeit vom Geldmarkt, sowie von politischen Ereignissen, die unter anderem den Hauptmarkt deroutieren, ist kaum mehr bemerkbar, sofern diese nicht von Einfluss auf die Wertgestaltung des Effekts selbst werden.

Es verbleibt zu bemerken, dass im Laufe von fünf Jahren die Krisen auf den Terminmarkt beschränkt blieben, die Rückgänge waren nicht intensiv und andauernd genug, um auf den Kassamarkt überzugreifen.

3. Eschenbach [1]) konstruiert ein eigenartiges Zeitgeschäft in der Form des Kassageschäfts, das sich vom ersten Anfang bis zum letzten Ende nach einem fast völlig feststehenden Schema vollziehe wie folgt: „Das Bankhaus beschafft sich unauffällig oder durch Optionen oder Kapitalserhöhungen grössere Beträge Aktien zu billigsten Preisen, wozu bereits die Presse benützt wird, um Aktionäre zu Entäusserungen zu veranlassen. Dann eine Zeit der Ruhe, des Schweigens, während die innere Organisation entsprechend vorbereitet wird, das heisst die Organe der Gesellschaft nach den Wünschen des Bankhauses persönlich und statutarisch umgemodelt werden. Danach beginnt die Bewegung des Kurses nach oben, indem man den Kunden in möglichst unauffälliger, aber desto verlockenderer Weise auf das chancenreiche Papier aufmerksam macht, wozu ebenfalls wieder die Presse mitbenützt wird. So steigt die Nachfrage, der zur Befriedigung derselben vorhandene Vorrat aber ist klein, da das Bankhaus selbst den grössten Teil besitzt. Auf diese Weise wird der Kurs so lange gesteigert, als es dem Bankhause, das ja an der Börse, wo der Kurs durch die vereideten Makler bekundet wird, die volle Übersicht über die Sachlage hat, beziehungsweise gewinnt, möglich erscheint. Jetzt benützt erst das Bankhaus das eigene Material zur Erfüllung. Es veranlasst die Kunden, mehr zu kaufen als es Geld hat, verlangt beim notwendig beginnenden Kursfall Nachschuss. Der Schluss wird Exekution des Schuldners sein, und das Bankhaus kassiert, nachdem es Selbstverkäufer war und jetzt zu niedrigsten Kursen Selbstkäufer wird, die Differenz des eigenartigen Zeitgeschäfts ein, welches sich vom thatsächlichen Termingeschäft nur dadurch unterscheidet, dass die Realisierung nicht an einem von vornherein festgesetzten, sondern erst später aus der Kursbewegung sich ergebenden Tage erfolgt."

Solche Geschäfte sind möglich, obgleich das Wörtchen „wenn" allzu oft in Anwendung zu kommen hat, um den Kreislauf, wie er gewünscht wurde, bewirken zu können. Wir brachten dieses eigenartig konstruierte Zeitgeschäft, um damit das mögliche, krasseste Beispiel der Auswüchse der Kassaspekulation gekennzeichnet zu haben; die weniger starken Auswüchse hönnen aus dem Zusammenhang selbst gefolgert werden.

Solche Geschäfte sind auch, solange sie in obigen Grenzen bleiben, reine Kassageschäfte; das Bankhaus verkauft, was es selbst besitzt, es belastet das Conto seines Kommittenten, das Effektengeschäft ist effektiv vollzogen, es besteht eine Schuld mit Unterlage der verkauften Aktien. Es vermag trotzdem nicht anerkannt zu werden, dass ein wirtschaftlicher Unterschied zwischen diesem konstruierten Zeitgeschäft und dem Termingeschäft ausser dem früher erwähnten nicht bestehe, da zwischen erstern und letztern alle Unterschiede, die überhaupt zwischen Kassa- und Termingeschäft wirtschaftlich existieren, vorliegen. — Im übrigen trägt das von Eschenbach benannte Zeitgeschäft einen so ausgesprochenen Betrugscharakter, dass es als mit dem Börsengeschäft notwendig verbunden nicht betrachtet werden darf, da sonst vereinzelte verabscheuungswürdige Personen mit der grossen reellen Mehrheit der Börsenbesucher verwechselt würden.

Eschenbach verweist auch gleichzeitig auf die Möglichkeit des Bankhauses, mehr Effekten zu verkaufen, als es besitzt. Dies ist überall dort möglich, wo Wertpapiere deponiert werden, ohne die Verpflichtung des Depositars, gleiche Titres und gleiche Nummern zurückzugeben und insbesondere da, wo ein Bankhaus regelmässig mehrfache Depots in gleichen Titres besitzt und die Wahrscheinlichkeit der gleichzeitigen Behebung aller Depots nicht besteht. Ein rechtliches Hindernis des Verkaufs steht für das Bankhaus nicht im Wege, sobald es sich „der Sitte gemäss" von seinem Kunden bestätigen lässt, dass es die Titres seinen eigenen Beständen anreihen darf.

Der Verkauf des Bankiers einmal an seinen Kunden ohne Nummernaufgabe, das andere Mal vielleicht an der Börse mit effektiver Ablieferung, sind Kassageschäfte, als verrechnete, beziehungsweise vollzogene Kassageschäfte, und trotzdem sind einesteils mehr Effekten verkauft worden, anderseits besteht der Spielcharakter gleich wie bei den Termingeschäften. Der Bankier gewinnt, was der Kunde verliert, er verliert, was der Kunde gewinnt.

Bei näherer Betrachtung wird jedoch zu beobachten sein, dass gerade der Spielcharakter nicht den Kassageschäften entsprungen; es besteht zwischen dem Bankier und seinem Kunden ein schwebendes Geschäft allerdings ohne Wissen und Willen des Kunden, die schwebende Lieferungspflicht des Depositars wird aktuell, wenn das Depot bezogen werden will, der Lieferungs-

[1]) Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. VI.

termin ist ein unbestimmter. Nur vermöge des schwebenden Geschäfts, eines Zeitgeschäfts auf unbestimmten Termin, welches der Depositar mit dem Deponenten einging, war es ihm möglich, zu kontreminieren. Das schwebende Geschäft diente allein der Möglichkeit, mehr Effekten einer Gattung zu verkaufen, als es deren giebt.

Eschenbach hat bei seinem konstruierten Zeitgeschäft ersichtlich weniger die Auswüchse der Börse, als diejenigen des Kommissionsgeschäftes kennzeichnen wollen, und in dem gegebenen Beispiel geschieht dies sicher mit Erfolg. Welche Ratserteilung solch eigenmächtigen, gesetzlich zulässigen Depotentnahmen folgt, oder wenigstens folgen kann, ist ohne weiteres wohl klar; die Kaufempfehlung wird gern dort erfolgen, wo der Bankier vielleicht Stücke braucht. Die Verkaufsempfehlung geht möglicherweise aus dem Dekkungsbedürfnis des Kommissionärs selbst hervor.

Unsere Absicht war es, dem allgemein bestehenden Irrtum zu begegnen, der auch im Bericht der Börsenenquete zu Tage tritt, das Kassageschäft könne dem Börsenspiel dienen, auch vermittelst desselben sei ein Mehrverkauf von Stücken, als deren existieren, möglich. Die gleiche Ansicht tritt in allen hervorragenderen Handelsblättern auf, die auch die entstandenen neuen Geschäftsbedingungen als Folge des neuen Gesetzes teilweise als Kassageschäfte betrachten, obgleich nicht das Kassageschäft, sondern nur das bestehende schwebende Geschäft allein das Spiel ermöglichte und dieses schwebende Geschäft keinerlei Ähnlichkeit hat auch mit dem an der Börse als Kassageschäft betrachteten kurzfälligen Verkaufsgeschäft. [1])

Es soll nunmehr von diesen veränderten Formen des Termingeschäfts als Folge des Gesetzes gesprochen werden.

4. Dr. H. Hoffmann [2]) bringt die neuen Formen des Termingeschäfts in eingehender Weise zur Darstellung.

Dieselben sind:

a) Diejenige der „Stempelvereinigung“ in Berlin, der eine grosse Anzahl der Bankinstitute und Bankiers angehört. Deren Bedingungen „für Geschäfte mit festbestimmter Lieferungszeit“ bestimmen, dass unter Ausschluss der Usancen der Berliner Fondsbörse der vereinbarte Lieferungstag stets als festbestimmter Zeitpunkt im Sinne des Art. 357 H.-G.-B. gilt. Es liegt demnach kein Börsentermingeschäft im Sinne des § 48 des Börsengesetzes, sondern ein Lieferungsvertrag auf festbestimmte Lieferungszeit gemäss Art. 357 H.-G.-B. (sogenannte Fixgeschäfte) vor.

b) Diejenige der Bank für Handel und Industrie (sogenannte Darmstädter Bank), welche auch von den Fixgeschäften absehen will und für Lieferungsgeschäfte in Wertpapieren bestimmt, dass unter Ausschluss der Berliner Börsenusancen der vereinbarte Erfüllungstag nicht als fest (genau) bestimmte Zeitpunkt der Lieferung im Sinne des § 48 des Börsengesetzes (also kein Börsentermingeschäft) oder des Art. 357 des H.-G.-B. (also kein Fixgeschäft) gelten soll, sondern für die Erfüllung der Geschäfte lediglich diese besonderen Bedingungen der Bank und die Art. 354—356 H.-G.-B. dergestalt massgebend sind, dass dem nichtsäumigen Teile ein Rücktrittsrecht vom Geschäfte nicht zusteht. Die Termingeschäfte werden demnach hier in den Formen von Lieferungsgeschäften mit bestimmten Zahlungsfristen abgeschlossen.

Die Ausführungsbestimmungen übergehen wir; es dürften für unsern Zweck die gegebenen Angaben genügen.

In beiden Fällen ist der klare Charakter als Zeitgeschäft gegeben. Der Börsenterminhandel, d. h. der Terminhandel nach von dem Börsenvorstande festgesetzten Bedingungen wurde beschränkt, an seine Stelle tritt wieder der Terminhandel nach den Bestimmungen des Handelsgesetzes, aus dem die entwickelte Form des Börsenterminhandels hervorging.

Die neuen Formen würden für die Spekulation hindernd nicht wirken, wenn andere Hemmnisse nicht beständen, auf die hier einzugehen nicht der Platz. Thatsächlich bleibt auch unter der neuen Ära des Börsengesetzes das Zeitgeschäft in Kraft.

c) Eine weitere Form, welche in der uns vorliegenden Litteratur nicht Erwähnung findet, jedoch weit verbreitet ist, lehnt sich an die unter 3. erwähnte Möglichkeit der Depotverwendung des Kunden seitens des Depositars an.

Der à la hausse spekulierende Kommittent wird per dato belastet, die Stücke werden seinem Depot beigefügt; der à la baisse Spekulierende wird für die Valuta ebenso per dato erkannt, sein Depotconto wird belastet. Die verschiedene Zinsberechnung (für die Haussespekulation wird z. B. ½ % über Bankdiskont belastet; für die Baissespekulation ½ % unter ihm gutgeschrieben) bildet ausser den Kommissionsgebühren den Gewinn des Kommissionärs.

Damit jedoch nun der kontreminierende Teil sein Engagement eine Zeit sicher aufrecht erhalten kann,

---

[1]) Adolf Sandheim, Salings Börsenpapiere, I. Teil, Berlin 1895, S. 236, sagt: Die Geschäfte an der Fondsbörse zerfallen in Kassageschäfte und Zeitgeschäfte. Per Kassa (per comptant) wird gehandelt, wenn Effekten *behufs der Anlage von Kapitalien,* (mit welcher freilich oft eine Spekulation verbunden sein kann), gekauft, oder *behufs Flüssigmachung des darin angelegten Geldes* verkauft werden. — Die Hervorhebung einzelner Stellen erfolgt unsererseits. — Dieser Praktiker des Börsenwesens betrachtet demnach auch die Kassa als die Haupteigentümlichkeit des Kassageschäfts.

[2]) Dr. Hans Hoffmann, Das Reichsbörsengesetz. Berlin 1897, pag. 78—83.

werden beide Teile, Haussier wie Baissier, von der Zwischenhand (dem Kommissionär, dem Makler, der Maklerbank) verpflichtet, der Haussier, sein Depotbehebungsrecht, der Baissier sein Depotlieferungsrecht nur am Ende des Monats geltend zu machen, und die Absicht des Bezugs oder der Lieferung einige Tage vor dem Ultimo ausdrücklich zu erklären, andernfalls das gleiche Verhältnis bis nächsten Monat fortdauert. Hier stehen wir nun allerdings vor zwei vollzogenen Kassageschäften, der Haussier wird sofort belastet, der Baissier erkannt, die Kassa ist verrechnet; die Möglichkeit des Spiels, des Mehrverkaufs über die Zahl der effektiv vorhandenen Stücke, entspringt dem schwebenden Bezugsrecht, der schwebenden Lieferungspflicht des Kommissionärs. Es besteht für denselben ein Zeitgeschäft à la baisse mit dem Haussier, ein Zeitgeschäft à la hausse mit dem Baissier. Ein Unterschied gegenüber der Form unter 3. besteht insofern, als der Kommissionär seine Lieferungspflicht beim Baissier deckt; er spekuliert nicht selbst, er ist nur der Vermittler der Spekulation (des Spiels).

Auch bei dieser neuen Form des Börsenspiels ist Mittel des Spiels nicht das Kassageschäft, wie die Presse fast ohne Ausnahme meint; Mittel ist das *schwebende* Lieferungsgeschäft.

V. Ergänzung der Auswüchse im Kassageschäft.

Die im Kassageschäft hervortretenden Auswüchse bedürfen, soweit eine Erwähnung an früherem Orte nicht notwendig war, einer Ergänzung.

Eschenbach[1]) sagt bezüglich der *Preisbildung* wohl mit vielem Recht: „Kursbildung bei Aktien ist heute ungleich weniger das Produkt des wirklichen Angebots und Nachfrage, wie vielmehr fast ausschliesslich der betätigte Spekulationswille desjenigen Bankhauses, welches Emissionshaus der betreffenden Gesellschaft ist. Kleine Bankhäuser haben kleine, grosse Bankhäuser grosse Gesellschaften in dieser Weise an der Hand, die sie durch Aufsichtsrat und Direktion, deren Mitglieder und Quasivorgesetzte sie sind, beherrschen."

Auch hier will wohl Eschenbach wieder auf die im Kommissionsgeschäft bestehenden Mängel hinweisen, es sind nicht eigentliche Mängel des Kassageschäfts. Es giebt für Vermittlung von für Aktiengesellschaften geeigneten Objekten eigene Bureaux, deren Hauptaufgabe es ist, unter Bedingung einer in Anbetracht der grossen Summen horrenden Provision Inhaber von Fabrikanlagen zum Verkaufe aufzufordern und Bankhäuser zur Übernahme des zufällig erhaltenen guten Geschäfts einzuladen. Der Emissionslustige findet so immer geeignete Auswahl. Der Gründung folgt rasch die Emission, und die geschichtliche Betrachtung des Börsenjahres 1896 zeigt die sicher erheblichen Gründergewinne. Die hohen Preise aber, die gefordert werden, entspringen dem Missstand, dass Kommissionär und Emittent ein und dieselbe Person. Würde der Emittent das gesamte neue Aktienkapital dem Markte zuführen, würde der geforderte Preis eher ein wertentsprechender sein, da sonst wenig Aussicht bestände, die übernommenen Bestände zu verkaufen. Dem Emittenten, der gleichzeitig Kommissionär ist, winkt eine andere Durchführungsmassregel; er empfiehlt die Aktien seinen Kunden, seinen intimen Freunden, lässt sich von ihnen einige Prozent unter dem Emissionskurs zahlen in Anerkennung der Sympathie, die der Kommissionär für seinen Kunden empfindet und verkauft auf diese Weise den grössten Teil des Aktienkapitals. Der verbleibende kleine Rest kann jetzt anstandslos zu hohen Preisen dem Markte zugeführt werden, zu welchem vielleicht Fernstehende nicht mehr kaufen, welcher Preis wohl aber die Grundlage des Preises für die Kundschaft des Kommittenten bedeutet.

Hier will jetzt das neue Börsengesetz eingreifen; es gestattet, die hohen Gründergewinne nicht mehr sofort zu realisieren, die Zuführung der neuen Wertpapiere an den Markt ist erst ein Jahr nach Eintragung in das Handelsregister gestattet und wird hierdurch — weniger gut fundierten Bankhäusern — das Geschäft immerhin erschwert.

Wie nun beim Emissionsgeschäft die Preisbildung von dem appetitus des Emittenten und dessen Befähigung und Moral mehr abhängig ist, wie vom Wert des Effekts, kann aus den gleichen Gründen eine ähnliche Preiseinwirkung auch nach der Emission fortbestehen und eine nicht wertentsprechende Preishöhe bewirken, sie kann infolge der Kursregulierung des Emittenten von dessen Spekulationswillen abhängig werden. Schon früher (III. *A.* 6) wurde auf den notwendigen grösseren Einfluss, den Angebot und Nachfrage auf kleinerem Markt hervorrufen, hingewiesen.

Wird das Fazit gezogen, muss gesagt werden, dass auch der Kassamarkt eine vollkommen gleichmässige Preisbewegung und eine immer richtige Bewertung der Effekten nicht garantiert. Auch hier bestehen mannigfache Auswüchse in der Möglichkeit des Einflusses von Gesellschaftsorganen und in der Kursregulierung emittierender Bankhäuser. — Dagegen ist zu betonen — im Gegensatz zum Termingeschäft —: der

[1]) Eschenbach, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. VI.

Einfluss wird in der Regel nur von den erwähnten Kreisen, also Einzelnen ausgehen; im Termingeschäft ist derselbe ein allgemeiner; er wirkt deshalb auch im Kassageschäft wesentlich milder wie im Termingeschäft. Das Kassageschäft bewirkt ebenso irrationelle Kreditverhältnisse, doch die Summen, um die es sich hier handelt, sind kleiner, die Abhängigkeit vom Geldmarkt geringer; ein wesentlicher Einfluss auf die Volkswirtschaft tritt nicht zu Tage, die Auswüchse sind in dem Zeitraum, den wir betrachteten, nicht gross genug, um Krisen zu bewirken.

VI. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Börse in Beziehung zu den Formen des Kaufgeschäfts.

Die volkswirtschaftliche Berechtigung des Termin- und Kassageschäfts ist notwendig auch abhängig von der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Börse selbst. Wir schliessen uns hier vorerst den bedeutsamen Ausführungen der Börsenenquete an.

Sie nennt die Effektenbörse (pag. 8 des Berichtes):

1. den notwendigen Markt für die zahlreichen mobilen Kapitalswerte. Die Konzentration der Käufer und Verkäufer biete die sicherste Gewähr für richtige Bewertung der Waren.

2. Die Börse gewähre die Möglichkeit, die Aktien von tausenden gewerblichen Unternehmen mit verhältnismässig geringen Kosten umzusetzen; sie vermittle auch zwischen kapitalbedürftigen Staaten, Gemeinden, Unternehmungen einerseits, und dem Kapital, welches Anlage sucht anderseits.

3. Die Börse regle Kredit-, Geld- und Zahlungsverhältnisse im Staate selbst, sowie der Staaten untereinander.

4. Sie gewähre denjenigen, welche Waren aus Ländern mit unterwertiger Valuta beziehen, oder solche dorthin zu exportieren beabsichtigen, die Möglichkeit, sich gegen Verluste zu schützen, welche sich aus dem Schwanken der Valuten dieser Länder ergeben würden.

5. Die Börse erleichtere endlich den Ausgleich nationaler und internationaler Zahlungsverbindlichkeiten, indem sie die Zahlungsmittel, insbesondere Wechsel- und Wertpapiere, demjenigen auf billige und bequeme Weise zuführe, der ihrer zum Ausgleich der Verbindlichkeiten bedürfe.

Die von der Enquetekommission genannten Funktionen der Börse können wohl acceptiert werden, wenngleich wir die Funktion 4 richtiger dem Termingeschäft zuschreiben müssen; die Börse übt diese Funktion indirekt durch Vermittlung des Termingeschäfts aus.

Konzentriert lassen sich die Funktionen darstellen in dem Satz: Die Börse als Centralmarkt erleichtert Kauf und Verkauf und übt hierdurch die genannten Funktionen aus.

Der konzentrierte Markt, der allein von effektivem Angebot und Nachfrage des Kapitals beherrscht wird, muss notwendig eine wertentsprechende Preisbildung hervorrufen.

Die Konzentration reduziert durch das Mittel der Konkurrenz und Arbeitsteilung die Kosten der Vermittlung und des Umsatzes.

Der Unternehmer, die Gemeinde, der Staat findet an der Börse die Möglichkeit, wertentsprechend seine Aktien und Schuldscheine zu realisieren. Das anlagesuchende Kapital wird in der Preisfeststellung alle wertbildenden Faktoren in genaue Berechnung ziehen; der Konkurrenz der Kapitalsuchenden steht diejenige der Anlagesuchenden gegenüber. Dies ist der nationale Effektenmarkt in seiner idealen Gestaltung: „konzentrierte Konkurrenz der Kapital- und der Anlagesuchenden“, und dieser idealen Gestaltung sollte er zustreben.

Der internationale Effektenmarkt wird noch weiter reichen, er wird den internationalen Zahlungsausgleich erleichtern durch Aufkauf und Rücksendung international gehandelter Börsenpapiere; er wird internationale Kreditverhältnisse schaffen; der Zins aller Länder wird bei gleichen Sicherheiten das Bestreben zeigen, sich auszugleichen.

Die Effektenbörse bildet deshalb ein wichtiges, unumgänglich notwendiges Glied unserer Volkswirtschaft.

Die geschilderte Idealgestaltung der Effektenbörse, welche eben die genannten eminent wichtigen Funktionen ausübt, finden wir aber nicht an unserer heutigen Börse.

Die früheren Ausführungen haben gezeigt, dass die richtige Preisgestaltung unterbrochen wird durch das Börsenspiel; der Markt wird nicht allein abhängig von der anlage- und kapitalsuchenden Menge, er wird auch abhängig von der Spielwut der Menge. Die vielgerühmte wichtige Preisbildung durch das Mittel der Spekulation finden wir nur dort, wo die Spekulation die natürlichen Grenzen nicht übersteigt, wo sie beschränkt bleibt auf das anlagesuchende und kapitalsuchende Publikum. *Weshalb die Konkurrenz der allein thatsächlich Beteiligten zur richtigen Preisbildung nicht genügen soll, darauf giebt keiner der eifrigsten Anhänger der ausgebildeten Terminspekulation, der schwebenden Spekulation, des Börsenspiels die geringste Aufklärung.*

Als Folge dieser Spekulation sehen wir die Übertreibungen und die Krisen, ihnen folgen die Unterschätzungen, die neuerliche Ursache der folgenden Übertreibungen werden. — Die richtige Preisbildung wird aber weiter unterbrochen infolge dieser Spekulation Unberufener durch die zu grosse Einwirkung des Geldmarktes auf den Effektenmarkt, durch das immense Übergewicht, welches die Geldmächte durch die geschaffenen massenhaften irrationellen Kreditverhältnisse erhalten.

Aufgabe der Volkswirtschaftswissenschaft bleibt es jedoch, dem Idealzustand der Börse zuzustreben; Aufgabe der Regierung, das Ideal zu ermöglichen. Das Prinzip der freien Konkurrenz ist mit Entwicklung unserer Volkswirtschaft eng verbunden; es ist nötig, es steigert die Fähigkeiten des Individuums auf das denkbar höchste Mass, ihm verdanken wir den hohen wirtschaftlichen Standpunkt, auf dem wir stehen. Haben wir uns aber als prinzipielle Anhänger dieses Prinzips erklärt, sind wir doch der Meinung, dass dasselbe unterbrochen werden soll, wo dadurch die Allgemeinheit leidet, um Einzelnen unberechtigte Vorteile zu lassen. Munck sagt in den stenographischen Berichten, S. 898: „Die Börse ist ein wichtiges Verkehrsinstitut, das nicht einzelne Privatinteressen verfolgt. Deshalb müssen auch durch staatliche Aufsicht die Interessen der allgemeinen Wohlfahrt berücksichtigt werden.“ Die Anschauung Muncks ist richtig; doch nicht durch staatliche Aufsicht über Einzelne möchten wir diese Interessen vertreten wissen, sondern durch Gesetze, die das Börsenspiel thatsächlich beseitigen und hierdurch eine Aufsicht unnötig machen. Das wichtigste Verkehrsinstitut des mobilen Kapitals sollte in dieser Weise in die Schranken gebracht werden, die allen dienen und die Monopole Einzelner, die sich hier gerade vermöge der freien Konkurrenz gebildet haben, zerstören.

Wir haben Güter verschiedener Art; einesteils solche, die nicht ersetzbar sind, dann solche, die in temporären Intervallen nur zu ersetzen sind und hier wohl insbesondere die jährlichen Erzeugnisse der Natur, dann drittens solche, die jederzeit in genügendem Masse erzeugt werden können, doch hierzu einer gewissen Dauer bedürfen, und endlich viertens solche, die jederzeit rasch ersetzbar sind.

Es tritt nun eine Erscheinung zu Tage, die immerhin bemerkenswert und vielleicht für die allzu eifrigen Anhänger der ausgebildeten Spekulation beherzigenswert ist.

Alle genannten Güter haben sicher das Bedürfnis des Ausgleichs nach Ort und Zeit in gleicher Weise; die Spekulation soll diese Funktion für alle erfüllen, die Terminspekulation — nach Anschauung mancher — sogar in erhöhtem Masse. Man möge nun Antwort geben, warum findet sich die rege Terminspekulation allein bei Gütern 1 und 2 und höchstens 3, den nicht ersetzbaren und temporär ersetzbaren, während die rasch ersetzbaren Güter von dieser Spekulation gemieden werden? Warum sind Wertpapiere und Kaffee z. B. Spielobjekt, und Kohle, deren Heizwert genau feststellbar, nicht; warum wird in Baumwolle und Getreide dem Spiel gehuldigt, während z. B. den Ziegelsteinen oder dem Holz dieser Vorzug versagt blieb? Die Antwort muss lauten: Das Bedürfnis des Ausgleichs nach Zeit und Ort besteht wohl bei allen Gütern; Spielobjekte oder Börsenterminwerte — was meist zusammentrifft sind jedoch Güter 1 und 2 deshalb, weil vermöge ihrer Unersetzbarkeit, ihrer schweren oder temporären Ersetzbarkeit sie allein geeignet sind, willkürlich auf- und abwärts getrieben zu werden; die Güter 3 und 4 dienen nicht dem Spiel, in ihnen ist der Terminhandel kaum oder nicht ausgebildet, denn ihre rasche Ersetzbarkeit macht sie dazu nicht geeignet.

Die grösste Möglichkeit der Beeinflussung des Preises besteht beim Wertpapier, die gleiche Gattung kann der Einzelne nicht vermehren und nur Beteiligte vermögen durch Kapitalserhöhungen sich neues Material zu verschaffen. Die Möglichkeit der Beeinflussung vermindert sich mit der raschen Ersetzbarkeit der Güter. Deshalb nimmt auch die volkswirtschaftliche Berechtigung des Terminhandels schon aus Gründen der Socialpolitik ab bei Gütern, die beeinflusst werden können von Einzelnen auf Kosten der Gesamtheit. Der Terminhandel besteht jedoch nicht dort, wo ihm eine volkswirtschaftliche Berechtigung zuerst zugesprochen werden kann, nämlich dort, wo willkürliche Preisbeeinflussung nicht geübt werden kann; er tritt erst zu Tage, wo seine Berechtigung bezweifelt werden muss, nämlich in temporär ersetzbaren Gütern und blüht, wo er aus obigen Gründen volkswirtschaftlich unberechtigt ist, d. i. in Wertpapieren.

Es lässt sich aus den gegebenen Erörterungen auch die Frage, welche Thatsachen zur Einführung des Börsenterminhandels führten, damit beantworten, dass weder die Notwendigkeit desselben für den Handel, noch für die Allgemeinheit ihn hervorbrachten, er ist ursprünglich das Produkt der Bereicherungssucht einzelner und erst später — vielleicht — ist er teilweise der Notwendigkeit entsprungen, eingeführt zu werden, damit ein Markt seine bisherige Bedeutung aufrecht erhalte.[1])

Betrachten wir nun die volkswirtschaftliche Bedeutung der Börse zahlenmässig.

Schmoller versucht eine Schätzung in der Einleitung der statistischen Anlagen des Berichtes der Börsenenquetekommission. Er nimmt an (pag. IX und

[1]) Z. B. in Hamburg, welches den Terminmarkt in Kaffee einführte, um den Kassamarkt nicht eingeschränkt zu sehen.

X), dass von 175 Milliarden deutschem Privatvermögen [1]) 17 % die Form von Effekten angenommen haben, das deutsche Effektenkapital demnach 30 Milliarden betrage.

Eine neuere Schätzung unternahm der deutsche Ökonomist [2]) in eingehenderer Weise. Sein Resultat ist: das deutsche mobile Kapitalvermögen beträgt rund 74 Milliarden. Hiervon kommen auf

Inländische Papiere mit Börsenkurs rund 27 Milliarden M.
„ „ ohne „ „ 3 „ „
Ausländische Wertpapiere . . . . 10 „ „

Demnach hätten rund 40 Milliarden Mark, beziehungsweise 50 Milliarden Franken die Form des Wertpapiers angenommen, von welchen 35 Milliarden Mark vielleicht als solche mit Börsenkurs gelten können.

Für Frankreich besteht nach der gleichen Zeitschrift [3]) ein mobiles Kapitalvermögen in Effekten von 84 Milliarden Franken, während der österreichisch-ungarische Effektenbesitz mit etwa 25 Milliarden Franken als zu hoch angeschlagen betrachtet wird. Die genannten Zahlen sprechen auch von der Bedeutung der Effektenbörse als Centralmarkt deutlich genug; an Hand dieser Zahlen vermögen jedoch auch die Übertreibungen der Börse gekennzeichnet werden.

Suchen wir diejenige Summe — doch dies ist nur schätzungsweise möglich — die nötig erscheint, den regelmässigen Umsatz der genannten 35 Milliarden deutscher Börsenpapiere in der Weise zu bewerkstelligen, dass effektives Angebot und effektive Nachfrage Befriedigung finden. Die Börsenpapiere dürften unter Annahme der Verhältniszahlen des deutschen Ökonomisten, welcher bei 21 Milliarden festverzinslicher Werte 6 Milliarden Dividendenpapiere annimmt, zu $^3/_4$ aus Renten, Obligationen und Pfandbriefen und zu $^1/_4$ aus Aktien bestehen. Wir nehmen an, dass das effektive anlagesuchende Kapital keinesfalls alle sechs Jahre, schon in Anbetracht der weit überwiegenden festverzinslichen Effekten, wechselt; die grosse Zahl derselben wechselt in der Hauptsache überhaupt nur bei notwendigen Konvertierungen, Zinsherabsetzungen u. s. w. Dann würde der sechste Teil des Effektenvermögens Deutschlands, das ist rund 6 Milliarden Mark den notwendigen Umsatz darstelllen.

Eine andere Kategorie von Zahlen giebt Aufschluss über Umsatz von Wertpapieren.

Die deutsche Börsenumsatzsteuer ergab [1])
im Jahre 1896 13.7 Millionen Mark
„ „ 1895 21.1 „ „
„ „ 1894 13.6 „ „
in den Etatjahren [2])
1892/93 9.3 Millionen Mark
1891/92 11.0 „ „
1890/91 13.5 „ „
1889/90 15.1 „ „

Diese Zahlen geben Aufschluss über die Umsätze in Wertpapieren und Waren, da der Stempelsatz prozentual berechnet wird ($^1/_{10}$ ‰ bis 1. Mai 1894, seitdem $^2/_{10}$ ‰).

Die Umsätze betrugen demnach:

1889/90	151	Milliarden Mark
1890/91	135	„ „
1891/92	110	„ „
1892/93	93	„ „
1894	83	„ „
1895	105 $^1/_2$	„ „
1896	68 $^1/_2$	„ „

Das Börsensteuergesetz lässt steuerfrei Abschlüsse unter 600 Mark, also alle kleineren Anlagen.

Eschenbach nimmt nun an, [3]) dass 25 % aller Geschäfte Warengeschäfte seien; wir möchten diese Annahme für weitaus zu hoch erklären und der Anschauung Ausdruck geben, dass das Warengeschäft mit kaum 10 % am Schlussscheinstempel partizipiert.

Die Effektenumsätze würden sich demnach ohne Anrechnung der kleinen Geschäfte unter 600 Mark auf cirka 62, 95, 75, 83, 99, 122, 136, oder durchschnittlich für 7 Jahre auf 96 Milliarden belaufen, während nur 6 Milliarden den schon hoch gegriffenen notwendigen Umsatz darstellen. Dieser notwendige Umsatz bedarf anderseits zur Beurteilung gegenüber den Zahlen des Börsensteuerertrags einer Erhöhung, da häufig doppelte und mehrfache Besteuerung eintritt, wo der Kommissionär als Selbstkontrahent auftritt: der notwendige Umsatz darf deshalb mit 12—18 Milliarden schätzungsweise immerhin angenommen werden.

Über die Börsenumsätze spricht sich Eschenbach weiter aus, dass von den Effektengeschäften wieder 25 % Kassageschäfte und 75 % Zeitgeschäfte seien.[4])

---

[1]) Becker, der frühere Chef der deutschen Reichsstatistik schätzte diese Summe.

[2]) Der deutsche Ökonomist. Berlin, 30. Januar 1897, pag. 51—54.

[3]) Der Deutsche Ökonomist entnimmt diese Zahlen dem Berliner Börsenkurier.

[1]) Frankfurter Zeitung vom 21. Februar 1897. Nr. 52, pag. 3.

[2]) Eschenbach, Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik. 3. Folge, VI. Band, pag. 882/83.

[3]) Eschenbach, Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, 3. Folge, VI. Bd., pag. 889.

[4]) Julius Wolf, Börsenreform in der Schweiz, Zürich 1895, giebt die Umsätze in Basel mit:

1885: 190, 1889: 642, 1890: 713, 1891: 568, 1892: 142 Millionen Franken an. Auch von dem Jahre 1892 nimmt Wolf an, $^3/_4$ der Umsätze seien spekulativer Natur, woraus man einen Schluss mit Bezug auf das Verhältnis des Effektivgeschäfts zum Differenzgeschäft in den Zeiten des Börsenjubels ziehen möge.

Von den Effektenzeitgeschäften seien wieder $^8/_{10}$ Termingeschäfte in dividendentragenden Papieren, der Rest solche in Valuten und Staatspapieren. Hiernach schätzt Eschenbach cirka 60% aller Börsengeschäfte in Effekten als Termingeschäfte in dividendentragenden Papieren. Das wären nach unseren Durchschnittsumsätzen rund 58 Milliarden Mark. Für diesen Durchschnittsumsatz in Dividendenpapieren kommen kaum 2 Milliarden Mark per Termin gehandelter derartiger Werte in Betracht, und von diesen wieder nur das flottierende Material, welches mit $^1/_{10}$—$^1/_4$ geschätzt 200—500 Millionen in solchen Dividendenwerten beträgt. Der Terminumsatz würde demnach *auf dem Aktienmarkte:*

58,000 Millionen für thatsächlich in Betracht zu ziehendes Material von vielleicht

400 Millionen betragen, das wäre der 145fache Betrag im Jahr.

Die Börse ist deshalb zu gross, ihr Handel ist zu ausgedehnt, er ist ausgedehnt weit über das wünschenswerte Mass; sie wäre der Volkswirtschaft weitaus nützlicher, bliebe sie beschränkt auf die notwendigen, die effektiven Umsätze.

Die Börsenenquete, wenigstens die Mehrheit der Mitglieder, scheint es als ein Unglück zu betrachten, wenn das Börsengeschäft eingeengt werde, wir kommen zu direkt gegenteiliger Ansicht.

Wir wünschten die Börse als konzentrierten Markt des mobilen Kapitals befreit von den Umsätzen, die die wahre Funktion des grossen Marktes, die richtige wertentsprechende Preisbildung unterbrechen. Heute bieten die kleineren Börsen mehr Gewähr für eine richtigere Preisbildung, als die grossen. Hier zeigen die Papiere eine fast vollkommene Unabhängigkeit von der Tendenz der grossen Börsen und vom Geldmarkt. Während vielleicht am Berliner Markt Bergwerkspapiere rasch aufwärts getrieben werden, um ebenso rasch zu fallen, wird der Bergwerksmarkt in Zwickau oder Leipzig Schwankungen nicht durchgemacht haben, weil die Schwankungen eben durch die innere Lage der Industrie überhaupt nicht berechtigt waren. Man sieht die nicht berechtigten Schwankungen abnehmen mit der Grösse der Börse, sie sind am grössten in Berlin, bereits wesentlich geringer in Frankfurt, verhältnismässig minim in Leipzig, München u. s. w.

Es wäre nun ein falscher Schluss, die geringen Schwankungen von der Ausdehnung der Börse abhängig zu machen; die geringeren Schwankungen an den kleineren Börsen sind Folge der dort herrschenden geringeren volkswirtschaftlich unberechtigten Spekulation, mit deren allmählicher Abnahme an diesen Plätzen eben die Einwirkung des Spiels auf die Preisbildung abnimmt.

Ein grosser konzentrierter Markt, der nur der berechtigten Spekulation dient, wird durch die konzentrierte Konkurrenz in noch höherem Masse eine richtige Preisbildung herbeiführen, wie sie heute an kleinen Börsen besteht.

Dieser gewünschte Markt übt diejenigen Funktionen aus, welche die Börsenenquete ihm auferlegt mit alleiniger Ausnahme der Versicherungsmöglichkeit gegen Valutaschwankungen, die, wie betont, eine direkte Funktion des Terminhandels darstellt.

Ein Idealmarkt ist allerdings mit Wegfall der volkswirtschaftlich unberechtigten Spekulation noch nicht geschaffen. Der Markt bleibt noch abhängig vom Emittenten, vom Kommissionär und deren grösserer oder geringerer Moral. Hier bleiben gesetzgeberische Akte immer wirkungslos; der ideale Markt scheitert an der Unmöglichkeit, den Menschen ideal zu gestalten.

Eine weitere Schätzung liegt nach den Statistischen Anlagen des Berichtes der Börsenenquetekommission (pag. VIII) vor. Die Frankfurter Handelskammer schätzt das Verhältnis der Kassa- zu den Zeitgeschäften auf 69 zu 31, wobei jedoch der Rechnung nur die Mitteilung eines einzelnen Frankfurter Bankgeschäfts zu Grunde gelegt ist. Der Unterschied, bemerkt Schmoller, zwischen der Schätzung Eschenbachs und der der Frankfurter Handelskammer liege sowohl auf Verschiedenheit der benützten Quellen, wie speciell dem Charakter der Frankfurter Börse, welche bei weitem nicht einen solchen Spekulationsmarkt darstelle, wie Berlin. Auch sei in Betracht zu ziehen, dass die Mitteilung des Bankhauses auf dem Geschäft im Jahre 1893 beruhe, in welchem notorisch das Ultimogeschäft in Aktien nur im engsten Börsenkreise beschränkt blieb, da das „Publikum" sich seit 1890 bis auf weiteres von diesem Geschäfte zurückhält.

Unseres Erachtens ist eine Aufstellung eines Bankhauses überhaupt von keinerlei Bedeutung für die Streitfrage, denn es kommt doch wohl in erster Linie zur Beurteilung der Frage zu diesem Zweck auf die Geschäftsprinzipien des Bankhauses an. Der eine Kommissionär, und dies meist derjenige, welcher über grosse Kapitalien verfügt, bevorzugt das Kassageschäft und die Belastung seines Kunden im Kontokorrent, der andere prolongiert prinzipiell für Rechnung der Kunden, da ihm die Mittel zum Bezug fehlen. Hierdurch verändert sich die Verhältniszahl vollkommen. Die Anschauung, das Publikum habe sich von 1890 bis 1893 vom Termingeschäft in Aktien zurückgehalten, teilen wir nach den gegebenen Umsätzen keineswegs.

Verwendete Litteratur.

Apt, Das Börsengesetz. Berlin 1896.

Arnim, Ist die Börse reformbedürftig? Berlin 1896.

Bähr, Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission. Leipzig 1894.

Baron, Die Börsenenquete. Berlin 1895.

Basch, Wirtschaftliche Weltlage. Börse und Geldmarkt, 1892—1896.

Bayersdörffer, Der Kaffeeterminhandel, Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik. II. Folge, V. Bd., 1891.

Bericht der Ältesten der Berliner Kaufmannschaft, 1897.

Bericht und Beschlüsse der Börsenenquetekommission. Berlin 1893.

Böhm-Bawerk, im Handwörterbuch für Staatswissenschaften, Bd. VI (Zins).
Gust. Cohn, Grundlegung der Nationalökonomie, I. Bd.
Derselbe. — Beiträge zur deutschen Börsenreform. Leipzig 1895.
Derselbe. — Beiträge zur deutschen Börsenreform, in Schmollers Jahrbuch. Neue Folge, XIX. Jahrg., 1895, I. Heft.
Derselbe. — Beiträge zur deutschen Börsenreform, in der Deutschen Rundschau, Nov. 1891, Febr., März 1894.
Eschenbach, im Handwörterbuch für Staatswissenschaften, Bd. VI (Zeitgeschäfte).
Derselbe. — Termingeschäft und Börsenreform. Dresden 1892.
Fuchs, Der Warenterminhandel, seine Technik etc., in Schmollers Jahrbuch. Neue Folge, XV. Jahrg., 1891, 1. Heft.
Gschwindt, Börsenreform in Deutschland, III. Abschnitt. Stuttgart 1897.
van Gülpen, Terminhandel und Börse. Berlin 1895.
Derselbe. — Terminhandel und Währung. Berlin 1896.
Hoffmann, Das Reichsbörsengesetz. Berlin 1897.
Kohler, Das Börsenspiel. Berlin 1894.
Lexis, im Schönbergschen Handbuch der politischen Ökonomie, II. Bd.
Derselbe — im Handwörterbuch für Staatswissenschaften, IV. Bd.
Leroy-Beaulieu, Grundriss der Nationalökonomie, 1896.
Lotz, im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, II. Bd. (Diskonto und Diskontopolitik).
Derselbe. — Die Börsenreform. Dresden 1897.
Mithof, im Schönbergschen Handbuch der politischen Ökonomie.
Müller, Das Reportgeschäft. Zürich 1896.
Munck, Missbräuche an den Börsen. Berlin 1892.
Neuwirth, Die Spekulationskrisis von 1873. Berlin 1875.
Salings Börsenjahrbuch, II. Teil: Die Börsenpapiere.
Sandheim, Salings Börsenpapiere, I. Teil: Die Börse und die Börsengeschäfte. Berlin 1897.
Schmoller, Vorwort zu den statistischen Anlagen des Börsenenquete-Berichts.
Spectator (anonym): Die Börse und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung. Kritik. Verlag 1896.
Stenographische Berichte der Börsenenquetekommission.
Struck, im Handwörterbuch für Staatswissenschaften, II. Bd., pag. 691 ff.
Derselbe. — Zur Geschichte der Pariser Börsenkrisis vom Januar 1882, in Schmollers Jahrbuch, N. F., VII. Jahrg., 1883, 1. Heft.
Derselbe. — Studien über den englischen Geldmarkt, Schmollers Jahrbuch, N. F., X. Jahrg., 1886, 2. Heft.
Derselbe. — Der internationale Geldmarkt im Jahr 1885, in Schmollers Jahrbuch, N. F., X. Jahrgang, 3. Heft.
Weber, Die Vorschläge der Börsenenquetekommission, im Handwörterbuch für Staatswissenschaften, I. Suppl.-Bd.
Wolf, Börsenreform in der Schweiz. Zürich 1895.