

**Die Preisbildung
an der Wertpapierbörse
insbesondere auf dem Aktienmarkt
der Berliner Börse**

**Von
Willi Prion**



Zweite Auflage



Duncker & Humblot *reprints*

Prion
Die Preisbildung
an der Wertpapierbörse

Die Preisbildung an der Wertpapierbörse

insbesondere auf dem Aktienmarkt
der Berliner Börse

ZWEITE AUFLAGE

Von

Dr. W. Prion

o. Professor an der Technischen Hochschule
und Honorarprofessor an der Universität Berlin

Mit graphischen Darstellungen



München und Leipzig
Verlag von Duncker & Humblot
1929

Alle Rechte vorbehalten



Piersche Hofbuchdruckerei Stephan Geibel & Co., Altenburg, Thür.

Vorwort zur zweiten Auflage

Die Entwicklung, die der Börsenverkehr nach Krieg, Inflation und Stabilisierung genommen hat, lassen es begründet erscheinen, eine Neuauflage dieses Buches, das vor zwanzig Jahren geschrieben und seit dem Jahre 1919 im Buchhandel vergriffen war, vorzubereiten.

Ich habe das Vergnügen gehabt, zu sehen, daß eine Anzahl von Diplom- und Doktorarbeiten erschienen ist, die entweder einzelne Teile meiner Arbeit weitergeführt oder die Untersuchungen in der gleichen Weise auf andere Marktgebiete oder auf andere Zeiten (Inflation) erstreckt haben. Insbesondere sind die Veränderungen in der Zeit nach der Stabilisierung in einer von mir angeregten Arbeit von E. Horwitz: Die Kursbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse, behandelt worden, deren Ergebnisse bei der nunmehr vorliegenden zweiten Auflage dieses Buches berücksichtigt worden sind. Ich bin überdies Herrn Dr. Horwitz für die Hilfe, die er mir bei der Stoffsammlung geleistet hat, sehr dankbar. Ebenso habe ich Herrn cand. ing. B. Worgmann für die Anfertigung der neuen Schaubilder sowie für die Besorgung der Korrekturen zu danken.

Es sei noch kurz vermerkt, daß im zweiten Teil an einzelnen Stellen, die heute nicht mehr so wichtig erscheinen (damals aber wegen der im Gange befindlichen Börsenreform von Bedeutung waren), erhebliche Kürzungen vorgenommen worden sind, um Platz zu schaffen für die Darstellung der neuesten Entwicklung. Der andere Hinweis: daß das Studium des wirklichen Verlaufs der Preisbildung (zweiter Teil) die Grundlage für die systematische Darstellung des ersten Teiles bildet. Ohne Kenntnis der Einzelheiten des zweiten Teiles hätte der erste Teil nicht geschrieben werden können. Und endlich: es handelt sich um eine Darstellung der Preisbildung an der Börse, nicht um eine Darstellung des Börsenwesens oder einzelner seiner Teile, wie des Terminhandels oder der Kursfestsetzung. Das soll heißen, daß zwar von allen diesen Dingen die Rede ist, aber immer nur in ihrer Beziehung zur Preisbildung.

Berlin, den 2. Juli 1929.

W. Prion.

Vorwort zur ersten Auflage

„Das ganze Getriebe der Börse dreht sich um die Kurse...“¹. „... ihre Kurse sind der Barometer fürs ganze nationale und internationale Geschäftsleben“². Wird mit diesen Worten die Bedeutung der Kurs- oder Preisbildung an der Börse treffend gekennzeichnet, so findet sie ihren sichtbaren Ausdruck in dem Interesse, das der Preisbildung von jeher von seiten der Börsenverwaltungen selbst, noch mehr aber von seiten der Staatsgewalt entgegengebracht worden ist und noch entgegengebracht wird. Die zahlreichen Einrichtungen und Maßnahmen, mit denen man den Börsenverkehr allerorten umgeben hat, wie das Maklerwesen, die gesetzlichen Eingriffe des Staates (Verbote gewisser Geschäftsformen³ und Ausweisung unliebsamer Spekulanten von der Börse⁴), staatlicherseits angeordnete Untersuchungen über die Börseneinrichtungen, Beaufsichtigung der Kursfeststellung durch staatliche Börsenkommissare, Herstellung möglichst großer Öffentlichkeit bei der Kursfeststellung und endlich amtliche Veröffentlichung der zustande gekommenen Preise: alles dies erfolgt am letzten Ende nur zu dem Zweck, ein gutes Gelingen der Preisbildung zu gewährleisten.

Trotz dieser hervorragenden Bedeutung der Preisbildung, die, wie ein anderer Kenner des Börsenwesens hervorhebt⁵, erst die Börse überhaupt zur Börse stempelt, kann man keineswegs sagen, daß die Frage der Preisbildung wissenschaftlich hinreichend geklärt ist. Das Gebiet des Börsenwesens hat zwar in den letzten Jahren, angeregt durch die Börsenenquete und die Börsengesetzgebung der 1890er Jahre, die Börsenreformbestrebungen seit 1900 und die Börsengesetznovelle von 1908, eine eingehende Bearbeitung erfahren. Im Mittelpunkt der Schriften stehen jedoch überwiegend Erörterungen über den volkswirtschaftlichen und rechtlichen Begriff der Börse, über Spekulation, Börsenspiel und Terminhandel, noch mehr aber breite Auseinandersetzungen über die durch das Börsengesetz vom 22. Juni

¹ „Der Deutsche Ökonomist“, Jahrg. 1894, Nr. 616, S. 519.

² G. Schmoller, Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, II. Teil, S. 30.

³ Vgl. die zahlreichen Verbote des Terminhandels und ihre Wiederaufhebungen in allen Ländern bei R. Ehrenberg, Die Fondspekulation und die Gesetzgebung, Berlin 1883.

⁴ Beispiele: Mailänder Börse, vgl. „Vossische Zeitung“ vom 22. November 1907; Newyorker Börse, vgl. „Frankfurter Zeitung“ vom 13. Oktober 1908.

⁵ K. Wiedenfeld: Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz. 1898, S. 17.

1896 geschaffenen Fragen des Terminhandelsverbots und des Börsenregisters, sowie die der Rechtsprechung in Sachen des Differenz- und Registereinwandes. Soweit die Preisbildung hierbei herangezogen ist, bleiben die hierauf bezüglichen Auslassungen in den weitaus meisten Fällen auf Deduktionen beschränkt, und selbst da, wo auf Tatsachenmaterial Bezug genommen worden ist, überwiegen vorschnelle Verallgemeinerungen begrenzter Einzelvorgänge oder Schlußfolgerungen aus mangelhaften Kursstatistiken.

Derart entstandene Urteile können naturgemäß nur einen bedingten Wert haben. Trotzdem bietet sich dem Beobachter die durchaus nicht seltene Erscheinung dar, daß diese Urteile — gleich geprägten Münzen — unbesehen von Hand zu Hand gehen, um schließlich allgemeine Geltung zu erlangen, unbekümmert darum, ob die Voraussetzungen, die ihnen zugrunde lagen, sich inzwischen geändert haben oder nicht.

Mußte es also zu einer endgültigen Erfassung des Problems darauf ankommen, umfangreiches und sich über einen längeren Zeitraum erstreckendes, zusammenhängendes Tatsachenmaterial heranzuschaffen, um dadurch zu zeigen, wie die Preisbildung in Wirklichkeit verlaufen ist und was darin als etwas Zufälliges, etwas Besonderes gegenüber dem Allgemeingültigen, dem Typischen zu gelten hat, so offenbarte sich nach eingehenden Materialstudien bald ein weiterer Grund, der bislang einer Klärung der Frage entgegen gewirkt hatte: die ungenügende Spezialisierung der Preisbildung im Börsenverkehr. Nicht allein, daß die Instrumente der Preisbildung, wie man die Spekulation und das Termingeschäft gern bezeichnet, an der Produktenbörse anders wirken als an der Wertpapierbörse, sondern auch die einzelnen Marktgebiete der beiden Arten von Börsen sind zu unterschiedlich, als daß es möglich wäre, die auf einem Gebiet gewonnenen Ergebnisse ohne weiteres zu verallgemeinern. An der Produktenbörse ist es ein Unterschied, ob die gehandelte Ware einen internationalen Markt hat, oder ob ihr Wert vom Inland selbständig bestimmt wird. Die Preisbildung der Börse eines stark exportierenden Landes ist anders zu beurteilen als die einer Einfuhrbörse. Noch mehr fallen diese Verschiedenheiten an der Wertpapierbörse ins Gewicht. Hier unterscheidet sich der Handel in Wechselln und Geldsorten von dem in Wertpapieren in erheblichem Maße⁶. Bei den letzteren muß man wiederum die Preisbildung in festverzinslichen Papieren und in Aktien, in internationalen

⁶ Auf diesen Gesichtspunkt weist z. B. auch v. Schulze-Gävernitz bei Besprechung der Berliner Rubelbörse in seinen volkswirtschaftlichen Studien aus Rußland, Leipzig 1899, S. 512, hin.

und in lokalen, in Spielpapieren und in Anlagepapieren auseinanderhalten, um zu einer richtigen Beurteilung zu kommen. Das ist aber bis jetzt nicht immer der Fall gewesen, und so erklären sich die vielen Mißverständnisse, die sich widersprechenden Urteile und die sich einbürgernden falschen Ansichten.

In der nachfolgenden Arbeit soll nun versucht werden, die Preisbildung an der Wertpapierbörse darzulegen, und zwar vorzugsweise der Industriegesellschaften für das Gebiet der Aktien. Aus mehreren Gründen erscheint dieses Marktgebiet der Betrachtung besonders wert. Einmal nehmen diese Aktien einen hervorragenden Platz im gesamten Börsenverkehr ein; infolge der schwankenden Erträge sind sie ferner ein beliebter Gegenstand der Spekulation, und endlich stehen sie im Mittelpunkt des leidenschaftlichen Streites um den Terminhandel, der die Aufmerksamkeit auf die Preisbildung überhaupt gelenkt hat. —

Die Wissenschaft hat die alte Preislehre, wonach Angebot und Nachfrage als reine Größenverhältnisse mechanisch den Preis bestimmen, aufgegeben und an ihre Stelle als letzte Kausalglieder denkende und handelnde Menschen gesetzt, die bei den Verhandlungen über den jeweiligen Preis von einer Summe verschiedenster Motive bewegt werden. Nicht mehr müßiges Zahlenspiel, sondern die „kompliziertesten gesellschaftlichen Verhältnisse und psychischen Zusammenhänge“⁷ sind das Letztentscheidende bei der Preisbildung. Diese Erkenntnis, die sich im Verlaufe der Studien als besonders zutreffend für die Preisbildung an der Börse erwies, wurde denn auch maßgebend für die nachfolgende Bearbeitung und Einteilung des Stoffes. Demzufolge sind dem eigentlichen Problem, dem tatsächlichen Verlaufe der Preisbildung in bestimmten Zeiten und unter bestimmten Umständen (dem zweiten Teil) in einem grundsätzlichen ersten Teil allgemeine Darlegungen vorangestellt worden, die mehr die innere Verfassung der Börse, die Eigentümlichkeiten der Preisbildungsfaktoren, die Beweggründe, die dem Handeln der Personen zugrunde liegen, sowie die börsentechnischen und endlich die wirtschaftlichen Bedingungen der Preisbildung zu erfassen suchen. Auch für diesen Teil bilden in erster Linie die Verhältnisse auf dem Markte der Industriepapiere die Grundlage. Es liegt jedoch in der Natur dieser allgemeinen Betrachtungen, daß sie in der Hauptsache ebenso für den übrigen Börsenverkehr Geltung haben, zum mindesten aber für die anderen Gebiete des Aktienmarktes. —

Berlin, den 2. Juli 1910.

⁷ Schmoller, a. a. O., S. 110.

Inhaltsübersicht

ERSTER TEIL:

	Seite
Die Faktoren der Preisbildung	1
I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung — die Personen.	2
A. Die Spekulation	2
1. Die berufsmäßige Spekulation.	4
a) Die große Spekulation	4
Die Gründerjahre — Die Bankers bis 1896 — Im Kassageschäft — Im Terminhandel — Das Positionsspiel — Das Publikum — Die Aktienbanken	
b) Die kleine Spekulation	14
Die Maklerbanken — In der Zeit nach 1896 — In der Zeit nach 1914 — Die Tätigkeit — Die Wechselstubenkundschaft — Die Spekulations- makler — Die Kulisse	
2. Die nichtberufsmäßige Spekulation	24
a) Die Industriellen und ihr Anhang.	24
Die Ausübung der Spekulation — Die Entwicklung — Die Bedenken — Die Versager	
b) Die Bankgestellten und ihr Anhang.	54
Die Ausübung der Spekulation — Die Gefahren — Die Maßnahmen	
c) Das Publikum	53
Die Ausübung der Spekulation — Das Publikum und die Berufsspekulation — Der Schutz des Publikums?	
B. Die Kapitalisten	59
1. Die Privatkapitalisten	59
Die Bedeutung für den Markt — Nach der Inflation — Die Beratung — Die „Beamtenhaussse“ in der Inflation	
2. Die Industriellen	44
Die Geldwertsicherung in der Inflationszeit — Die Interessenkäufe — Die Aktienpakete	
5. Die Auslandskäufe	45
Der Inflationsausverkauf — Die Währungsfucht in deutsche Effekten — Die Industriefinanzierung — Die Investment-Trusts	
C. Die Banken und Bankers	48
1. Die Ausgabe von Aktien	48
Das Zeichnungsverfahren — Die Konzertzeichner — Der Zeichnungs- preis und der erste Kurs — Das Einführungsverfahren — Die Sperre — Die Mitwirkung der Berufsspekulation — Die Entwicklung in der Infla- tionszeit. — Die Rückbildung nach der Stabilisierung	
2. Der Handel mit Aktien	62
Die Kursregulierung — Der Schutzpatron — Die Kursbeeinflussung — Die künstlichen Kurse — Die Banken als Nebenbörsen — Die Provinz- börsen — Die Intervention	
5. Die Kreditgewährung	72
Das Termingeschäft an der Börse — Das Termingeschäft mit dem Publikum — Das Reportgeschäft — Der Reportsatz — Die Banken und die Stücke-	

	Seite
leibe — Das Kassageschäft an der Börse — Die Geldbeschaffung — Das Kassageschäft und der Kontokorrentkredit — Die Höhe der Einschüsse — Die Kreditspekulation	
Anhang: Börsenkredit und Geldbedarf	86
II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung — die Börsentechnik	89
A. Die Engagementsverhältnisse	89
1. Im allgemeinen	89
Die Käufer und die Verkäufer — Die Hausse- und die Baissepartei	
2. Die Gruppierungen	92
Die einseitigen Hausseengagements an der Börse — Die geteilten E. — Die einseitigen Hausse-E. überhaupt — Die einseitigen Baisse-E. an der Börse — Das Nichtvorhandensein von E.	
5. Die Prämienengeschäfte	104
Das Wesen — Die Auflösungen — Der Einfluß auf die Preisbildung — Die heutige Bedeutung	
B. Die Kapitalkraft	110
1. Die Abstufungen	110
Die „schwachen Hände“ — Die „potenten“ Spekulanten — Das Vermögen und die Terminspekulation — Die Zulassungsbedingungen für die Börsenbesucher	
2. Die Kapitalkraft und die Marktgestaltung	114
Die Hausse — Die Baisse — Die Krise	
5. Die Liquidationskassen	116
C. Das Kassageschäft	118
1. Die Kassafixen	118
Die Erfüllungsfrist — Die Blankoverkäufe	
2. Der Einheitskurs	121
Das Wesen und der Umfang — Die Feststellung des Einheitskurses — Die Vorteile — Die Nachteile — Der kleine Markt im Kassageschäft — Der freie Verkehr — Der Schwankungsmarkt	
5. Die Beziehungen zwischen Kassakurs und Terminkurs	129
III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung — die Wirtschaft	152
1. Der „innere“ Wert der Aktien	152
Der Anteil am Geschäftsvermögen — Das Stimmrecht — Der Anteil am Geschäftsgewinn — Die Kapitalisierung — Der Kapitalisierungszinssatz	
2. Der Geld- und Kapitalmarkt	140
Der Privatkontosatz — Der Bankdiskontsatz — Die Prolongationszinssätze — Der Kontokorrentzinssatz — Der Kapitalmarkt	
5. Die Wirtschaftslage	146
Die Börsenmeinung — Die Handels- und Finanzpresse — Die Konjunkturforschung — Die Publizitätspflicht	
4. Börsenverlauf und Wirtschaftsentwicklung	149
Die Divinationsgabe — Die Eskomtierung durch den Terminhandel — Das Beispiel 1888—1896: a) Aufschwung — b) Krise und Niedergang — Die Führerpapiere	
5. Neuere Entwicklungstendenzen	158
Der Einfluß der Kartellbildung — Die Dividendenpolitik	

ZWEITER TEIL:

	Seite
Der Verlauf der Preisbildung	164
I. In der Zeit bis zum Ausbruch des Weltkrieges (1914)	164
A. Vor dem Börsengesetz von 1896.	164
1. Die allgemeine Börsenentwicklung	
Der Aufschwung 1889/90 — Die Krise und die Depression 1894 bis 1894 — Der Aufschwung 1895 — Die Börsenkrise 1895	
2. Die Kursentwicklung einzelner Aktien.	177
Die Auswahl — Die graphische Darstellung — Die Kursentwicklung und der innere Wert (I—III) — Die Kursschwankungen im Kassa- und Termingeschäft (IV)	
B. Nach dem Börsengesetz von 1896	189
1. Das Börsengesetz von 1896.	189
2. Die allgemeine Börsenentwicklung bis zur Börsengesetznovelle von 1908 . . .	195
3. Die Kursentwicklung einzelner Aktien bis 1908	195
Die Kursentwicklung und der innere Wert (I—III) — Die Kurs- schwankungen im Kassa- und Großkassageschäft (V) — Insbesondere: Der Ausbruch des russisch-japanischen Krieges 1904	
4. Die Kursentwicklung nach der Börsengesetznovelle von 1908 (bis 1914). . .	207
C. Die Preisbildung in der Literatur	209
Die Gutachten zur Börsenenquete — Die Börsenenquete — Gschwindt — Bachmann — Zentralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes — Göppert — Lansburgh	
II. Während des Krieges und der Inflation (1914—1923)	226
III. Nach der Stabilisierung der deutschen Währung (1924—1929)	250
1. Die allgemeine Börsenentwicklung	250
Das „Barometer der drei Märkte“ (VI) — Aktienindex und Kurs- schwankungen (VII—VIII)	
2. Die Kursentwicklung und der innere Wert	259
Aktienkurse und Rentabilität (IX—X)	
3. Die Kursschwankungen am Kassa-, Schwankungs- und Terminmarkt	245
Der „schwarze“ Freitag (15. 3. 1928) — Die Pariser Reparationsverhand- lungen	
Berichtigung und Nachtrag.	250

Erster Teil.

Die Faktoren der Preisbildung.

Das Zustandekommen der im freien Marktverkehr gebildeten Preise vollzieht sich unter der Beteiligung ebenso zahlreicher wie verschiedenartig gestalteter Kräfte. Sie mit ihren feinen Verästelungen zu erfassen, ihr jeweiliges Verhalten und die von ihnen ausgehenden Wirkungen klarzulegen, ist eine Hauptaufgabe jeder praktischen Preisuntersuchung. Die damit verknüpften Schwierigkeiten werden aber gerade bei der Börsenpreisbildung besonders fühlbar, weil der heutige Börsenverkehr mit seinen vielfachen nationalen und internationalen Ausstrahlungen, der überragenden Bedeutung der hier gehandelten Werte und dem großen Kreise seiner Interessenten die Marktverhältnisse ungemein unübersichtlich macht. Dieser Schwierigkeiten Herr zu werden, ist in der nachfolgenden Arbeit in der Weise versucht worden, daß die an der Preisbildung beteiligten Faktoren in drei Gruppen abge sondert worden sind, die trotz aller gegenseitigen Bedingtheit und Beeinflussung jede für sich einen Kreis selbständiger Fragen umschließen. Es sind dies:

- I. die persönlichen Faktoren, d. h. alle an der Preisbildung beteiligten Personen mit den besonderen Beweggründen ihres Handelns,
- II. die börsentechnischen Faktoren, d. h. die, die in der jeweiligen Verfassung der Börse, in den Engagementsverhältnissen begründet sind, und
- III. die wirtschaftlichen Faktoren, d. h. die, die im letzten Grunde den Wert der Papiere, der in der Preisbildung seinen sichtbaren Ausdruck findet, bestimmen.

Mit Hilfe dieser Abgrenzung wird es möglich sein, in alle Winkel des Preisbildungsgetriebes an der Börse hineinzuleuchten und volle Klarheit über die zahlreichen Streitfragen zu erlangen.

I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung.

Es ist vielfach üblich, die am Börsenverkehr beteiligten Personen in Börsenbesucher und Publikum, die ersteren wieder in Händler, Spekulanten und Makler, und das letztere in berufsmäßige Spekulanten und Privatpublikum — wobei natürlich die Grenzen als flüssige zu denken sind — zu scheiden¹. Diese Einteilung, die sich auf die örtliche Verschiedenheit und auf den dem Handeln zugrunde liegenden Zweck gründet, ist eine zu äußerliche, als daß sie hier verwendet werden könnte; sie berücksichtigt nicht genügend die Qualität der Personen, ihre für die Preisbildung ausschlaggebende Marktkenntnis und Kaufkraft. Mit Rücksicht hierauf lassen sich aus dem buntgewürfelten Kreise der am Börsengeschäft Beteiligten in großen Zügen folgende Gruppen abstecken:

1. die Großbanken und -bankers, als die Herausgeber der Wertpapiere,
2. die Kapitalisten, die die Wertpapiere zu Anlagezwecken kaufen und
3. die Spekulation, die, zwischen beiden stehend, durch An- und Verkauf nach der einen oder anderen Seite Gewinn ziehen will.

Mit Rücksicht auf die geschichtliche Entwicklung, die bei der nachfolgenden Darlegung beachtet wird, ist mit der Spekulation zu beginnen.

A. Die Spekulation.

Die zeitliche Verschiedenheit sowohl in der Menge des zur Anlage bestimmten Kapitals und der neu an den Markt kommenden Wertpapiere, wie in der Größe des täglich auftretenden Angebotes und der Nachfrage von Wertpapieren auf der einen und die unten näher zu kennzeichnende Unbeholfenheit eines großen Teiles der Kapitalbesitzer, ihre geringe Marktkenntnis und Fähigkeit zur Beurteilung des Wertes der Papiere auf der anderen Seite, alles das hat schon frühzeitig die Tätigkeit einer Gruppe von Personen, der sogenannten Spekulation²,

¹ So R. Ehrenberg, Art. Börsenwesen in der 3. Auflage des Handw. d. Staatsw., S. 177. Vgl. auch Fr. Glaser, Die Börse, Frankfurt a. M. 1909, S. 29.

² In der Wissenschaft bezeichnet man allgemein mit Spekulation die nach einem bestimmten Verhalten eingerichtete Tätigkeit. Der kaufmännische Sprachgebrauch will mit dem Worte Spekulation auch die diese Tätigkeit ausübenden Personen (die Spekulanten) treffen. Im gleichen Sinne wird auch in dieser Arbeit von Spekulation gesprochen. In der 4. Auflage des Handw. der Staatsw. Art. Börsenwesen ist dieser Sprachgebrauch gleichfalls — von mir — angewendet worden.

begünstigt, die aus diesen Unvollkommenheiten des Marktes Gewinn ziehen will. Die Spekulation handelt nicht in der Absicht, die Wertpapiere zur dauernden Kapitalanlage zu erwerben, sondern sie kauft, um später mit Gewinn zu verkaufen, und sie verkauft, um bald wieder zu günstigen Kursen zurückzukaufen. Ihr Interesse richtet sich einzig und allein auf das Steigen und Fallen der Kurse; der letzte Zweck ihres Handelns, dem sich alles andere unterordnet, ist die Erzielung von Kursgewinnen³.

Um die wirtschaftliche Berechtigung der Spekulationstätigkeit und ihre Gleichsetzung mit dem Spiel sowie um ihre Bedeutung für die Preisbildung ist von jeher ein heftiger Streit geführt worden. In Deutschland ist die Literatur über Börsenwesen noch in den 1890er Jahren im Zusammenhang mit der Börsengesetzgebung zum größten Teil mit diesem Streite ausgefüllt, und auch heute ist er durchaus noch nicht als beigelegt zu bezeichnen⁴. Das ist auch gar nicht zu verwundern; denn eine Einigung ist so lange undenkbar, als man nicht davon abkommt, sich die Spekulation als eine gleichartige Masse zu denken, deren Tätigkeit zu allen Zeiten und an allen Orten denselben Charakter trägt. Nur von der Einsicht, daß die Spekulation jeweils aus einem Kreise sehr verschiedener Personen — verschieden sowohl in bezug auf ihre finanzielle Ausrüstung, als auch auf ihren sittlichen Wert — besteht, die dazu in ihrer Tätigkeit in starkem Maße von der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Verfassung ihrer Zeit beeinflußt werden, ist eine Klarlegung dieser Frage zu erwarten.

Wenn im Nachfolgenden versucht wird, dies für die Berliner Wertpapierbörse zu zeigen, so sind, um Mißverständnisse vorzubeugen, vorweg einige Ungenauigkeiten des Sprachgebrauches, wie sie sich besonders in den Börsenberichten vorfinden, zu berichtigen. Der Ausdruck Spekulation wird nämlich innerhalb der oben gegebenen Begriffsabgrenzung noch in mehrfachem Sinne gebraucht. Einmal ist es üblich, mit

³ Diese in den Handlungen der Spekulation scharf ausgeprägte Gewinnabsicht muß man sich vor Augen halten, um nicht zu einem schiefen Urteil über die — sich aus der Summe der Einzelhandlungen ergebende — wirtschaftliche Bedeutung der Spekulation zu kommen. So wird vielfach von einer Aufgabe der Spekulation — Ermittlung des wahren Wertes der Papiere, richtige Preisbildung, Führerin des Kapitals — gesprochen, obwohl es sich selbstverständlich nur um den — unbeabsichtigten — wirtschaftlichen Erfolg ihrer auf höchstmöglichen Gewinn abzielenden Tätigkeit handeln kann. Vgl. auch Fr. Glaser, a. a. O., S. 16.

⁴ Vgl. dazu: R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Leipzig 1881. Otto Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels, Berlin 1883. H. Bachmann, Die Effektspekulation, Zürich 1891, S. 21.