

Die Preisbildung an der Wertpapierbörse insbesondere auf dem Industrieaktienmarkt der Berliner Börse

Von
Willi Prion



Duncker & Humblot *reprints*

Die
Preisbildung an der Wertpapierbörse.

Die Preisbildung an der Wertpapierbörse

insbesondere
auf dem Industrieaktienmarkt
der Berliner Börse.

Von

Dr. W. Prion.

Mit graphischen Darstellungen.



Leipzig,
Verlag von Duncker & Humblot.
1910.

Alle Rechte vorbehalten.

Altenburg
Pierorsche Hofbuchdruckerei
Stephan Geibel & Co.

Herrn
Professor Dr. A. Spiethoff

in aufrichtiger Dankbarkeit.

Vorwort.

„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 auch 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 gesamte Maklerwesen, die gesetzlichen Eingriffe des Staates (Verbote gewisser Geschäftsformen³ und Ausweisung unliebsamer Spekulanten von der Börse⁴), staatlicherseits angeordnete Untersuchungen über die gesamten 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 doch am letzten Ende nur zu dem Zweck, ein gutes Funktionieren 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,

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

² G. Sch m o l l e r, Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, II. Teil, S. 30.

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

⁴ Beispiele: Mailänder Börse, vergl. „Vossische Zeitung“ vom 22. November 1907; New-Yorker Börse, vergl. „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.

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 jüngste Börsengesetznovelle, eine eingehende Bearbeitung erfahren; im Mittelpunkt der Schriften jedoch stehen 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 1896 geschaffenen Fragen des Terminhandelsverbots und des Börsenregisters, sowie die der Rechtsprechung in Sachen des Differenz- und Registereinwandes. Soweit die Preisbildung hierbei herangezogen worden ist, bleiben die hierauf bezüglichen Auslassungen in den weitaus meisten Fällen auf logische Deduktionen beschränkt, und selbst da, wo auf Tatsachenmaterial Bezug genommen worden ist, überwiegen vorschnelle Verallgemeinerungen begrenzter Einzelvorgänge oder Schlußfolgerungen aus mangelhaften Kursstatistiken¹.

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

Mußte es also zu einer endgültigen Erfassung des Problems darauf ankommen, umfangreiches und sich über einen längeren Zeitraum erstreckendes 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 entgegengewirkt hatte: die ungenügende Spezialisierung der Preisbildung. Nicht allein, daß die Instrumente der Preisbildung, wie man die Spekulation und das Termingeschäft vielfach bezeichnet, an der Produktenbörse anders wirken als an der Wertpapierbörse, sondern auch die einzelnen Marktgebiete der beiden

¹ Vergl. Teil B (Kap. III) in der vorliegenden Arbeit: Die Preisbildung in der Literatur.

Börsen sind zu unterschiedlich, als daß es möglich wäre, die auf einem Gebiet gewonnenen Ergebnisse einfach zu verallgemeinern. An der Produktionsbörse ist es ein Unterschied, ob die gehandelte Ware international ist, 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 mit Wechseln und Geldsorten von dem in Wertpapieren in erheblichem Maße¹. Bei den letzteren muß man wiederum die Preisbildung in festverzinslichen Papieren und in Aktien, in internationalen 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 auch die vielen Mißverständnisse, die sich widersprechenden Urteile und die sich einbürgernden falschen Ansichten.

In der nachfolgenden Arbeit soll nun versucht werden, zunächst die Preisbildung an der Wertpapierbörse darzulegen und zwar für das Gebiet der Industripapiere, vorzugsweise der Aktien der Bergwerks- und Hüttengesellschaften. Aus mehreren Gründen erscheint dieses Marktgebiet der Betrachtung besonders wert. Einmal nehmen die 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 auch 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“² 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

¹ Auf diesen Gesichtspunkt weist auch v. Schulze-Gävernitz bei Besprechung der Berliner Rubelbörse in seinen volkswirtschaftlichen Studien aus Rußland, Leipzig 1899, S. 512, hin.

² Schmoller a. a. O., S. 110.

auch maßgebend für die nachfolgende Bearbeitung und Einteilung des Stoffes. Dementsprechend sind dem eigentlichen Problem, dem tatsächlichen Verlaufe der Preisbildung in bestimmten Zeiten und unter bestimmten Umständen (dem Teil B) in einem systematischen Teil einige allgemeine Besprechungen vorangestellt worden, die die innere Verfassung der Börse, die Struktur der Preisbildungsfaktoren, die Motive, 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 Industrieaktienmarkt die Grundlage. Es liegt jedoch in der Natur dieser allgemeinen Betrachtungen, daß sie in der Hauptsache auch für den übrigen Börsenverkehr Geltung haben, zum mindesten aber für die anderen Gebiete des Aktienmarktes. —

* * *

Die Arbeit lag bereits Anfang 1908 abgeschlossen vor; durch berufliche und andere Abhaltungen hat sich ihre endgültige Fertigstellung bis jetzt (1910) verzögert. Da jedoch in die Zwischenzeit der Erlaß der gerade für die vorliegende Arbeit bedeutungsvollen Börsengesetznovelle fiel und diese — wie die neueste Literatur — nachträglich noch berücksichtigt worden ist, so dürfte die Verzögerung nicht als ein Mangel zu beklagen sein.

Herrn Professor G. von Schulze-Gävernitz spreche ich für das Interesse, das er dieser Arbeit entgegengebracht hat, und für die mir lebenswürdigerweise erteilten Ratschläge auch an dieser Stelle meinen herzlichsten Dank aus.

Inhaltsübersicht.

	Seite
Vorwort	VII
A. Die innere Verfassung der Börse	1
I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung	2
1. Die Spekulation.	2
a) die berufsmäßige Spekulation	4
1. die große Spekulation	4
2. die kleine Spekulation	14
b) die nicht berufsmäßige Spekulation	23
1. die Industriellen (sog. „Eingeweihte“)	24
2. die Bankangestellten	29
3. das sog. große Publikum	32
2. Das Kapitalistenpublikum	36
3. Die Banken und Bankers am Börsenplatz	39
a) Ausgabe von Aktien — erster Kurs.	40
b) Handel mit Aktien — Kursregulierung	52
c) Bereitstellen von Mitteln zur Spekulation	61
1. Terminhandel — Prolongationsgeschäft	64
2. Kassageschäft	69
a) Börsenlombard	69
β) Kontokorrentverkehr	70
II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung	76
1. Im Termingeschäft	76
a) die Engagementsverhältnisse	76
1. im allgemeinen.	76
2. ihre Verteilung auf die Spekulationsgruppen.	79
3. Prämiengeschäfte.	90
b) die Kapitalkraft der Spekulanten	95
2. Im Kassageschäft	101
a) die Marktbildung.	102
b) das Kassafixen	105
III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung	106
1. Der Wert der Aktien im allgemeinen	106
2. Der Einfluß des Geld- und Kapitalmarktes auf die Preisbildung in Aktien	110
a) Privatdiskontsatz	111
b) Bankdiskontsatz	112
c) Prolongation.	114

	Seite
3. Die eigentlichen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkt: die Lage und Entwicklung der Industrie	116
a) das „Eskomptieren“ durch den Terminhandel	118
1. Aufschwung	118
2. Krise und Niedergang	122
b) neuere Entwicklungstendenzen	125
B. Der tatsächliche Verlauf der Preisbildung	129
I. Darstellung des Verlaufes der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkte der Berliner Börse	130
1. Aufschwung: Jahre 1888 bis 1889	130
Tabelle I: Bochumer Gußstahl nach	136
2. Krise: Jahr 1890, Stockung Jahre 1890 bis 1894	137
Tabelle II: Gelsenkirchener Bergwerk nach	142
3. Aufschwung und Krise: Jahr 1895	143
II. Kritik der Preisbildung an Hand von graphischen Darstellungen	147
1. Die Preisbildung in der Zeit vor dem Börsengesetze von 1896	150
Tabelle III: a) Oberschlesische Eisenindustrie, b) Eschweiler Bergwerk nach	150
Tabelle IV: Tageskurse. A. Vor dem Börsengesetz (1889—1890)	nach
	156
2. Die Preisbildung unter dem Börsengesetze von 1896	158
a) Jahre 1897 bis 1902	161
Tabelle V: Tageskurse. B. Nach dem Börsengesetz (1899—1900)	nach
	166
b) Jahre 1903 bis 1907	170
III. Kritische Vergleichung der hauptsächlichsten bisherigen Äußerungen über die Preisbildung in der Literatur	171
1. vor dem Jahre 1900	172
Munck, Struck, Börsenenquête, Cohn, Gschwindt, Bachmann	172
2. nach dem Jahre 1900	181
Finanzpresse, Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, Desenberg, Wermert, Meyer, von Zedlitz und Neukirch, von Kardorff, Rießer, „Praktiker“	181
C. Schlufsbetrachtung und Reformen	197
I. Zusammenfassende Übersicht über die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit	197
II. Reformgedanken	202

A.

Die innere Verfassung der Börse.

Das Zustandekommen der im freien Marktverkehr gebildeten Preise vollzieht sich allenthalben 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 klar zu legen, 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 Waren und dem großen Kreise seiner Interessenten die Marktverhältnisse ungemein kompliziert. 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 abgesondert worden sind, die trotz aller gegenseitigen Bedingtheit und Beeinflussung jede für sich einen Kreis selbständiger Fragen umschließen. Es sind dies

1. die persönlichen Faktoren, d. h. alle an der Preisbildung beteiligten Personen mit den besonderen Beweggründen ihres Handelns,
2. die börsentechnischen Faktoren, d. h. die, die in der jeweiligen Situation der Börse, in den Engagementsverhältnissen begründet sind, und
3. 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 manche strittige Punkte zu verbreiten.

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 flüssige¹ zu denken sind — zu scheiden¹. Diese Einteilung, die sich auf die örtliche Verschiedenheit und auf den dem Handeln zugrundeliegenden Zweck gründet, ist eine zu äußerliche, als daß sie hier verwendet werden könnte; sie berücksichtigt nicht die Qualität der Personen, ihre für die Preisbildung ausschlaggebende Marktkenntnis und Kaufkraft. Mit Rücksicht hierauf lassen sich besser 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.

Aus Gründen der historischen Entwicklung ist mit der Darstellung der Spekulation zu beginnen.

1. 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 sog. Spekulation², begünstigt, die aus diesen Unvollkommenheiten

¹ So R. Ehrenberg, Art. Börsenwesen in der neuesten Auflage des Handw. d. Staatsw., S. 177. Vergl. 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. In gleichem Sinne wird

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 Kursgewinnen¹.

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 angefüllt, und auch heute ist er durchaus noch nicht als beigelegt zu bezeichnen². Das ist auch garnicht 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 allerverschiedenster Elemente — verschieden sowohl in bezug auf ihre finanzielle Ausrüstung, wie auch auf ihren sittlichen Wert — besteht, die dazu in ihrer Tätigkeit in starkem Maße von der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Struktur ihrer Zeit beeinflußt werden, ist eine Klarlegung dieser Frage zu erwarten.

Wenn im Nachfolgenden versucht wird, dies für den Berliner Wertpapiermarkt zu zeigen, so sind, um Mißverständnissen vorzubeugen, vorweg einige Ungenauigkeiten des Sprachgebrauches,

auch in dieser Arbeit von Spekulation gesprochen. In der neuesten Auflage des Handw. der Staatsw. Art. Börsenwesen ist dieser Sprachgebrauch gleichfalls angewendet worden.

¹ 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. Vergl. auch Fr. Glaser, a. a. O., S. 16.

² Vergl. 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.