

**BETRIEBSWISSENSCHAFTLICHE  
FORSCHUNGEN DES WIRTSCHAFTSVERKEHRS**

HERAUSGEGEBEN VON

PROF. DR. K. OBERPARLEITER UND PROF. DR. F. FINDEISEN

---

HEFT 2

---

**DIE PREISBILDUNG  
AN DER EFFEKTENBÖRSE**

VON

**DR. RER. POL. KARL MEITHNER**

DIPLOMKAUFMANN DOZENT DER BETRIEBSWIRTSCHAFTSLEHRE AN DER HOCHSCHULE  
FÜR WELTHANDEL IN WIEN



---

VERLAG VON JULIUS SPRINGER IN WIEN / 1930

ISBN 978-3-7091-5875-3

ISBN 978-3-7091-5925-5 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-7091-5925-5

ALLE RECHTE, INSBESONDERE DAS DER ÜBERSETZUNG  
IN FREMDE SPRACHEN, VORBEHALTEN

SOFTCOVER REPRINT OF THE HARDCOVER 1ST EDITION 1930

## Vorwort

Wenngleich das Preisproblem für die Betriebswirtschaftslehre nicht ebenso wie für die Nationalökonomie ein Zentralproblem ihrer Lehre bildet, so darf doch der Betriebswirtschaftler sein Augenmerk keineswegs den Fragen des Betriebes und der Unternehmung allein zuwenden, will er sich nicht dem Vorwurf allzu isolierter, lebensfremder und den wirtschaftlichen Organismus vernachlässigender Betrachtung aussetzen; auch er ist gezwungen, mit Rücksicht auf die engen Zusammenhänge zwischen Betrieb und Marktwirtschaft den Blick auf das Gebiet des Marktes und dessen Erscheinungen einzustellen, auf jenen Boden, wo alle Waren ihren Austausch finden. Muß sich doch gerade der Betriebswirt darüber klar sein, daß nicht nur in Jahren von Inflation und Krisen, sondern auch in sogenannten normalen Zeiten der Erfolg der Unternehmung in sehr bedeutendem Maße von der Gestaltung der Wertschwankungen abhängt, die auf den Märkten verzeichnet werden. Darum bringt auch Fritz Schmidt (Die organische Tageswertbilanz, Leipzig 1929, S. 2) die Bedeutung der Marktvorgänge für die betriebswirtschaftliche Erkenntnis in besonders prägnanter Weise zum Ausdruck, indem er sagt: „Die weitere Forschung wird sicherlich zeigen, daß die Theorie der Marktwirtschaft für den Betrieb annähernd die gleiche Bedeutung hat wie für den Volkswirt.“

Es fällt deshalb der verkehrswirtschaftlich eingestellten Betriebswirtschaftslehre die Aufgabe zu, sich gleichfalls mit dem Preisproblem näher zu befassen, wobei es allerdings unvermeidlich ist, zum Teil Gebiete zu betreten, die schon seit langem den Gegenstand sozialökonomischer Erforschung bilden. Zwar kann es nicht das Ziel der Betriebswirtschaftler sein, ausnahmslos Wege der Volkswirtschaftslehre zu befahren, sondern nur nach Möglichkeit für sie geeignete neue zu erschließen, um von diesen eigenen Pfaden einen tieferen Einblick in Einzelheiten des Forschungsgebietes zu gewinnen, zur Vervollständigung wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnis beizutragen, Lücken auszufüllen oder bei widerstreitenden Meinungen der als richtig erkannten zum Durchbruche zu verhelfen.

Auch die vorliegende Arbeit will diesem Zwecke dienen, indem sie die Bildung der Börsenpreise in Effekten näher untersucht, die sowohl für die Fragen der Kapitalanlage als auch der Kapitalbeschaffung bzw. des Absatzes emittierter Papiere für die Wirtschaft von großer

Bedeutung sind. Sie geht in Anlehnung an österreichische Theoretiker im ersten Teil davon aus, trotz ständiger Rücksichtnahme auf Effekten eine für alle Arten von Tauschgegenständen geltende Preislehre unter den gemeinsam in Betracht kommenden Voraussetzungen kurz zu entwickeln. Dadurch soll auch gezeigt werden, daß eine allgemeine Preislehre nicht nur möglich, sondern auch wertvoll ist, da sich alle scheinbaren Ausnahmen hiervon als Spezialfälle einer einheitlichen Preistheorie darstellen. Überdies wird mit Hilfe des genauen und feinen Preismechanismus der Effektenbörse die Richtigkeit und Zuverlässigkeit des durch den Einheitspreis dieser Börse bis ins Detail verwirklichten Böhm-Bawerk-schen Preisgesetzes geprüft und eine Neuformulierung zu geben versucht.

Der überwiegende zweite Teil des Buches ist der besonderen, nur für Effekten geltenden Preislehre und ihrem maßgebenden Markte, der Börse, gewidmet. Dabei wird — mit Rücksicht auf den knapp bemessenen Raum — weniger auf eine lückenlose Wiedergabe der technischen Einzelheiten zahlreicher Börsen als vielmehr unter Voranstellung der Berliner, Frankfurter und Wiener Börse auf Konkretisierung der Prämissen und übersichtliche, alles Wesentliche aufzeigende, insbesondere auch den Marktorganismus berücksichtigende Darstellung der maßgebenden Einflüsse auf den Börsenpreis Bedacht genommen.

Wien, im Dezember 1929

**Karl Meithner**



# Inhaltsverzeichnis

## Einleitung

	Seite
1. Marktorganismus und Preiskampf .....	1
2. Die Bildung von Geldkapital .....	2

## Allgemeiner Teil

### Die Preislehre im allgemeinen

I. Aufgaben der allgemeinen Theorie des Preises .....	4
II. Objektive und subjektive Preistheorie .....	6
III. Die Preisbildung .....	10
1. Allgemeine Grundsätze der Preisbildung .....	10
2. Die Bestimmungsgründe des Preises .....	22
3. Das Zustandekommen der Preise .....	30
A. Der Preis bei mangelnder Konkurrenz .....	30
B. Der Konkurrenzpreis .....	32
a) Die Preise auf dem vollkommen zentralisierten Markt	32
$\alpha$ ) Die Bildung des Einheitspreises .....	32
$\beta$ ) Versuch einer Neuformulierung des Preisgesetzes ..	43
$\gamma$ ) Zur Kasuistik der Einheitspreise .....	45
b) Die Preise auf dem mangelhaft zentralisierten Markt .	52
4. Die Einheitlichkeit der Preise .....	57
IV. Der Zusammenhang der Preise .....	60

## Besonderer Teil

### Die Preisbildung an der Effektenbörse

I. Aufgaben der speziellen Preislehre .....	62
II. Der Geld- und Kapitalmarkt .....	62
III. Die Effekten .....	68
1. Der Begriff des Effektenkapitals .....	68
2. Einteilung und Arten der Effekten .....	70
3. Die Wertangabe bei Effekten .....	76
IV. Die Effektenbörse und ihre Geschäfte .....	78
1. Merkmale und Aufgaben der Effektenbörse .....	78
2. Die Organisation des Verkehrs .....	84
3. Die Geschäftsformen .....	90
A. Festgeschäfte (unbedingte Geschäfte) .....	90
a) Das Kassageschäft .....	90
b) Das Termingeschäft .....	92
$\alpha$ ) Kauf- und Verkaufsgeschäfte .....	92
$\beta$ ) Prolongationsgeschäfte .....	97
B. Prämien Geschäfte (Geschäfte mit Wahlrecht) .....	100
V. Die besonderen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung in Effekten .....	102

	Seite
VI. Einflüsse der verschiedenen Interessentenkreise auf den Börsenpreis .....	113
1. Einflüsse durch die Emittenten .....	113
2. Einflüsse durch die Anlage suchenden Kapitalisten .....	115
3. Einflüsse durch die Spekulation .....	117
4. Einflüsse durch die Arbitrage .....	122
VII. Die organisatorischen Besonderheiten der Preisbildung an der Effektenbörse .....	123
1. Die Marktbildung .....	123
A. Die örtliche Marktbildung .....	124
B. Die zeitliche Marktbildung .....	124
C. Die persönliche Marktbildung .....	126
D. Kombinationen der Marktbildung .....	127
2. Die Arten der Preisentstehung .....	128
A. Einzel- oder Schwankungskurse .....	128
B. Einheitskurse .....	131
C. Zur Kasuistik der Preisentstehung .....	135
3. Die Kursfeststellung .....	140
A. Die Ermittlung der Kurse .....	140
B. Die Kursveröffentlichung .....	142
4. Die Auswirkung der Börsentechnik auf den Preis .....	148
Literaturverzeichnis .....	151
Sachregister .....	155

# Einleitung

## 1. Marktorganismus und Preiskampf

Als sich im Laufe des 18. und 19. Jahrhunderts die Rechts- und Verkehrsverhältnisse besserten, ein rascher und hinreichend sicherer Nachrichtenverkehr ermöglicht wurde und weiter mit Zunahme der maschinellen Erzeugung vieler realer Waren deren Vertretbarkeit geschaffen oder wenigstens gefördert wurde, da verlor der Markt — im Sinne eines zumeist regelmäßig stattfindenden öffentlichen Zusammenkommens von Käufern und Verkäufern an bestimmter Stätte zum Zwecke eines in der Hauptsache freihändigen Geschäftsverkehrs in ortsanwesenden Waren — vor allem für den Großhandel an Bedeutung, indem die „Knoten der Marktveranstaltungen in die Fäden direkter und andauernder Fernbeziehungen“ aufgelöst wurden<sup>1)</sup>. Daher wird in weiterer Folge die Zusammenkunft vieler Käufer und Verkäufer an einem bestimmten Ort nicht mehr als dem Marktbegriff inhärent betrachtet, sondern unter „Markt“ im übertragenen Sinne bloß die Tatsache verstanden, daß eine größere Zahl von Käufern und Verkäufern miteinander in Tauschverkehr treten und dadurch „ein konkurrierendes Angebot und eine konkurrierende Nachfrage entsteht“<sup>2)</sup>.

Aber nicht vereinzelte, sondern massenhafte Begehren treten hier als Nachfrage den gleichfalls massenhaft bereitgestellten Gütermengen, dem Angebot, gegenüber. Nicht ein zufälliges Zusammentreffen der Tauschwerber, sondern vielmehr ihr beständiges Sich-Einreihen und Aufgehen in seinen Verkehr kennzeichnen das Wesen des Marktorganismus und das Zugehörigkeitsverhältnis der Marktparteien zum Markte. Dieser wird dadurch zum Knotenpunkt für die Verkehrsbeziehungen von Einzelwirtschaften, ein maßgebender Schauplatz für Güterbeschaffung und Güterabsatz; er bietet erhöhte Tauschmöglichkeiten, einen besseren Überblick über Nachfrage und Angebot und in weiterer Folge die Vorteile einer geordneten Preisbildung.

Während auf dem Markt im engeren Sinn auch Waren individueller Art — auf Detailmärkten auch in kleinen Mengen — umgesetzt werden, erstreckt sich der Börsenverkehr ausschließlich auf vertretbare, in großen Quantitäten gehandelte Verkehrsgegenstände, deren Art und Beschaffenheit nicht erst weitläufig vereinbart werden, sondern bei handelsüblichen

<sup>1)</sup> Oberparleiter: Art. „Märkte“, Hwb. d. Betriebswirtschaft.

<sup>2)</sup> Amonn: Volkswohlstandslehre, S. 145.

Waren grundsätzlich feststehen muß<sup>1)</sup>. In den für den Großverkehr geschaffenen Börsen ist die weitgehendste Befreiung von der Marktanwesenheit der Ware durchgeführt. Da jedoch den Naturprodukten und den meisten Fabrikaten das Wesen der Vertretbarkeit nicht eigen ist, wird dieses Erfordernis durch Aufstellung von Typen künstlich geschaffen. Zum Unterschiede davon bereiten die Gegenstände des Geld- und Kapitalverkehres, vor allem die Effekten, wegen ihrer Fungibilität keine Schwierigkeiten. Daher kann die Börse in Ansehung aller Verkehrsgegenstände als ein besonders gearteter Markt für abwesende fungible Massengüter erklärt werden.

Infolge des allgemeinen Strebens nach möglichst großem Tauschgewinn zeigt sich insbesondere beim Zustandekommen der Börsenpreise sehr deutlich der Kampf, den jeder Tausch zur Folge hat<sup>2)</sup>. Dieser Kampf äußert sich in zweifacher Richtung. Er wird einerseits zwischen den Nachfragenden, die möglichst wenig bezahlen, und den Anbietenden, die für ihre Waren möglichst viel erzielen wollen, geführt, anderseits mit verschiedener Stärke auf den einzelnen Märkten innerhalb der Reihen der Angebots- und der Nachfragepartei, da jeder Tauschinteressent infolge der Begrenztheit von Angebot und Nachfrage im Rahmen seiner Wertschätzung diejenige Menge verkaufen bzw. kaufen will, die ihm den größten Vorteil bringt bzw. unbedingt erforderlich erscheint. In dieser Art des Kampfes, dem Konkurrenzkampf, zeigt sich das Streben, Waren und Leistungen in jenem Austauschverhältnis zu veräußern bzw. zu erwerben, das dem einzelnen Wirtschaftssubjekt einen möglichst großen Gesamtnutzen liefert.

Es darf auch nicht übersehen werden, daß der Preis auf den meisten Märkten das Ergebnis eines ständig in Bewegung befindlichen Tauschprozesses ist<sup>3)</sup>. Wenn wir dennoch versuchen, den Preis in einer bestimmten Höhe zu erfassen, so wird dies nur möglich, wenn wir die gegebenen Verhältnisse in einem bestimmten Zeitpunkt und in bestimmter räumlicher Begrenzung, obwohl dieser Vorgang beim ungebundenen Handel der Wirklichkeit nicht sehr nahe kommt, wie statische, das heißt wenigstens für eine bestimmte Zeit stillstehend, betrachten.

## 2. Die Bildung von Geldkapital

Die Bildung von Geldkapital, dem für die Effektenbörse und die Einrichtung der Börse überhaupt besondere Bedeutung zukommt, ist — abgesehen von den Fällen inflatorischer Krediteinräumung —

<sup>1)</sup> Vgl. Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1037.

<sup>2)</sup> Liefmann: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl., S. 20.

<sup>3)</sup> Vgl. hierzu Amonn: Der Stand der reinen Theorie, S. 317f.

eine Folge des Sparens<sup>1)</sup>, das zwar nicht immer unmittelbar in Geld erfolgen muß, sondern primär auch in Gütern oder in Produktivmitteln geschehen kann. Ist das Sparen bei Wirtschaftssubjekten mit kleinen Einkommen oft mit schweren Enthaltungsoptionen verbunden, so wird bei Wirtschaftlern mit großen Einkommen das Opfer viel kleiner sein und manchmal nahezu ganz verschwinden. Es kommt eben nicht auf die Größe des Opfers, sondern nur darauf an, daß Geldsummen oder Tauschmittel jeder Art nicht der Augenblickskonsumtion zugeführt werden<sup>2)</sup>. Unter den Begriff des Sparens in diesem Sinne fällt beispielweise auch die Ansammlung von Betriebsüberschüssen durch eine Gesellschaft (z. B. Aktiengesellschaft), da die erübrigten Mittel infolge Kapitalisierung von vornherein der Konsumtion durch die Gesellschafter (wenigstens in der nächsten Zeit) entzogen werden.

Finden Unternehmungen mit ihrem Eigenkapital oder öffentliche Körperschaften mit den Einnahmeüberschüssen nicht das Auslangen, so sind sie ebenso wie viele neugegründete Unternehmungen gezwungen, sich entweder direkt an Geldkapitalisten oder an Kreditinstitute zu wenden, auf daß sie mit der gewünschten Kaufkraft ausgestattet werden, das heißt das erforderliche Geldkapital erhalten. Diese Institute sammeln namentlich Ersparnisse jener Schichten der Bevölkerung, die am Produktionsprozeß nicht unmittelbar beteiligt sind, und führen sie der Produktion zu. Sogar kleine Teile des Volkseinkommens, die für sich kaum produktive Verwendung finden könnten, werden dadurch zu gewaltigen Kapitalien zusammengefaßt und tragen bei zum Betriebe großkapitalistischer Wirtschaft.

Nehmen wir zunächst an, die Kreditwerber erhalten die verlangten Mittel von Geldkapitalisten, die selbst Produzenten sind. Damit diese auf einer solchen „Grundlage als Geldkapitalisten anbietend auftreten können, ist es notwendig, daß sie auf dem Markte der naturalen Werte mit ihrer Nachfrage zurückhaltend waren; sie müssen mehr naturale Werte verkaufend in die Volkswirtschaft eingeworfen haben, als sie kaufend aus ihr herausnehmen. Aus dem Gelderlös, den sie für das Plus an verkauften naturalen Werten erhalten, bilden sie ihr Geldkapital, durch dessen Verleihung sie... die Anwartschaft auf eine entsprechende Menge von naturalen Werten auf die Schuldner übertragen, die an ihrer Stelle als ihre ‚Zessionare‘ die Nachfrage ausüben“<sup>3)</sup>. Ist der Geldkapitalist aber nicht selbst Produzent und sein Einkommen z. B. aus Zinsen für Leihkapital gebildet, so müssen jene Schuldner, die ihm die Zinsen bezahlt haben, sofern sie Selbstproduzenten sind, die Zinsen-

<sup>1)</sup> Wieser: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl., S. 213; Gruntzel: Theorie der Volkswirtschaft, S. 160f.

<sup>2)</sup> Weiss, F. X.: Art. „Zins“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 8. Bd., S. 1153.

<sup>3)</sup> Wieser: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl., S. 214.

und Kapitalrückzahlung aus den Erträgen ihrer Produktion decken. Sollten auch diese Schuldner nicht Produzenten sein, so ist so lange ein Zurückgreifen auf deren Vormänner geboten, bis man endlich zu einem Produzenten gelangt, aus dessen Produktionsüberschüssen nicht nur sein Geldgeber, sondern auch alle Nachmänner desselben hinsichtlich ihrer Geldansprüche befriedigt werden. Handelt es sich dagegen um Konsumtivkredit genießende öffentliche Körperschaften, so können Zinszahlung und Kapitaltilgung nur aus erhöhten Steuern, das heißt durch weitere Konsumtionsbeschränkung der Steuerzahler geschehen, sofern nicht eine die Neubesteuerung übersteigende Mehrproduktion stattfindet. „Die Staatsgläubiger oder deren Zessionare verfügen in irgendeiner durch sie bestimmten Form über das Plus an naturalen Werten, das von den steuerzahlenden Bürgern eingeworfen werden muß“<sup>1)</sup>.

Wir gelangen daher zur Erkenntnis, daß nicht nur das Geldkapital, sondern auch die Bezahlung der für seine Benützung erforderlichen Zinsen auf Sparen im Sinne von Konsumtionsenthaltung im weitesten Sinne zurückzuführen sind<sup>2)</sup> und daß auch Verzinsung und Kapitalrückzahlung nur auf Produktion beruhen können, indem von seiten der Schuldner oder ihrer Vormänner mehr wirtschaftliche Werte erzeugt als konsumiert werden.

## Allgemeiner Teil

# Die Preislehre im allgemeinen

## I. Aufgaben der allgemeinen Theorie des Preises

Die Aufgabe der Ausführungen des ersten Teiles besteht darin, zu einer einheitlichen, für alle Verkehrsgegenstände geltenden Preislehre zu gelangen. Wird auch bei Behandlung des Preisproblems oft von vornherein eine Gliederung des Stoffes nach Gruppen gleichartiger Objekte (Produktivgüter, Zins, Löhne usw.) vorgenommen, so entfällt hier diese Notwendigkeit infolge Zugrundelegung einer sogenannten subjektiven Preistheorie. Die folgenden allgemeinen Darlegungen gelten daher nicht nur für Kapitalgüter allein, sondern auch für Produkte, Zins, Grundrente und Lohn.

Um Mißverständnisse zu vermeiden, muß noch vor Eingehen in weitere Erörterungen festgestellt werden, auf welche Arten von Preisen

<sup>1)</sup> Wieser: a. a. O., S. 215.

<sup>2)</sup> Auch bei Verwendung des Geldkapitals zu produktiven Zwecken handelt es sich auf seiten des Produzenten um Konsumtionsenthaltung hinsichtlich jenes Teiles der Erträge, die für Zinsen und Kapitaltilgung notwendig sind.

sich die nachstehenden Ausführungen beziehen sollen. Erhalten doch nicht nur die im freien Tauschverkehr, sondern auch durch obrigkeitlichen Zwang zustande gekommenen Preise (z. B. Höchstpreise) diesen Namen. Sind diese innerhalb jener Grenzen gelegen, die — wie später noch gezeigt werden wird — auch bei freier wirtschaftlicher Entwicklung gegeben sind, so müssen sie wirtschaftlich als gerechtfertigt bezeichnet werden und liegen in solchen Fällen auch nicht außerhalb der Preisgesetze. Wie jedoch die Erfahrung lehrt, werden Höchstpreise fast durchwegs zu tief angesetzt, so daß zu diesen auch die kaufkräftige Nachfrage zumeist teilweise unbefriedigt bleiben muß<sup>1)</sup>.

Es bedarf wohl keiner weiteren Begründung, daß derartige, jeder wirtschaftlichen Gesetzmäßigkeit entbehrenden Preise aus unseren Betrachtungen ausscheiden. Denn sowohl solche Höchstpreise und Mindestpreise als auch Taxen oder Gebühren sind keine Preise im strengen wirtschaftlichen Sinne des Wortes.

Auch in bezug auf den wirtschaftlichen Preis ist es gewiß nicht die Aufgabe der allgemeinen Preislehre, allen Anforderungen, die jeder einzelnen Ware genügen, vollkommen zu entsprechen. Sie hat vielmehr nur die gemeinschaftlichen Tendenzen festzuhalten, die für die Preisbildung aller Verkehrsobjekte zutreffen. Daher muß die Darlegung von Einzelheiten, die ausschließlich die Preiserscheinungen an der Effektenbörse beeinflussen, dem folgenden speziellen Teil vorbehalten bleiben. So besteht der Zweck dieses Hauptabschnittes weniger in der Erklärung der Preise einzelner Güter und Arbeitswerte als vielmehr in der Erklärung des Zustandekommens der Preise im allgemeinen in der (vorzugsweise) freien individualistischen Marktwirtschaft, die wohl auch den Hauptinhalt der modernen Verkehrsbeziehungen ausmacht. Nur die streng wirtschaftliche Preisbildung, das sogenannte Grundphänomen der Preisbildung, ist somit Aufgabe dieser Darstellungen.

Die Marktpreise im eigentlichen Sinne können wieder Wettbewerbs- und Monopolpreise<sup>2)</sup> sein. Da nun die Monopolpreise für die Effektenbörse nur ganz ausnahmsweise Bedeutung besitzen, werden sich die folgenden Ausführungen auf die Preise im gegenseitig freien Wettbewerb beschränken.

Schließlich erscheint noch eine Bemerkung notwendig. Bezeichnet man auch ganz allgemein als Preis jene Menge von Gütern, die man im Tausch für ein Gut oder dessen Nutzungen, für die Übertragung von Forderungen oder anderen Vermögensrechten sowie für Arbeitsleistungen

<sup>1)</sup> Über Höchstpreise siehe Engländer: Fragen des Preises, Schmollers Jahrb., 43. Jahrg., 4. H., S. 226ff.

<sup>2)</sup> Siehe hierüber Mayer, H.: Der Monopolpreis, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 6. Bd., S. 1026.

verschiedener Art empfängt, so wird doch mit Rücksicht darauf, daß die Veräußerung von Sachgütern ebenso wie von anderen wirtschaftlichen Werten in der Regel gegen Geld erfolgt, unter Preis im engeren und herrschenden Sinne die in Geld festgesetzte Gegenleistung verstanden.

## II. Objektive und subjektive Preistheorie

Die klassische Schule der Nationalökonomie, die Begründerin der objektiven Preistheorie, war sich keineswegs darüber einig, ob das Kostengesetz oder das Gesetz von Angebot und Nachfrage das eigentliche Preisgesetz sei. Die Mehrzahl ihrer Vertreter gab diesen Vorzug dem Kostengesetz, obwohl dieses durch Ricardo insofern eine Einschränkung erfuhr, als er die Seltenheitsgüter davon ausschloß, da der Preis dieser nicht beliebig vermehrbaren Güter nicht durch die Produktionskosten, sondern durch die Seltenheit bestimmt werde. Die Kostentheorie hat schließlich auch dadurch keine wesentliche Veränderung erfahren, daß nach Carey nicht die Produktionskosten, sondern die Reproduktionskosten den Preis bestimmen.

Wurde auch das Kostengesetz durch das Gesetz von Angebot und Nachfrage gestützt und schon von Smith dargelegt, daß nur die wirksame Nachfrage entscheidend sein könne, so ist von der klassischen Nationalökonomie dennoch die Nachfrageseite nicht weiter ergründet worden.

Der Gedanke der sogenannten subjektiven Preistheorie, daß auch der Nutzen eines Gutes maßgebend sein müsse, wenn jemand bereit sei einen bestimmten Preis zu bezahlen, befreite — obzwar in unrichtiger Einschätzung dieses Preisbestimmungsgrundes durch manche Autoren — von den einseitigen Anschauungen der klassischen Preislehre und suchte die Grundlagen der Preisbildung vor allem in den Bedürfnissen und den daraus zu erklärenden Wertschätzungen der Menschen.

Es ist eine leider auch heute noch vielfach vorhandene irrige Meinung, daß diese Theorie ausschließlich die subjektiven Bestimmungsgründe von Wert und Preis berücksichtige. In Wahrheit würdigt sie aber die von den Anhängern der reinen Kostentheorie vernachlässigten subjektiven Einflüsse neben den stets vorhandenen objektiven Tatsachen. Doch vertritt sie, entsprechend ihrer mehr subjektiven Einstellung, die Ansicht, daß es sich bei jedem Tausch (auch Geldtausch) nicht um Wertäquivalente handelt, da der Anreiz zum Tausch nur in der ungleichen Bedeutung der gegeneinander hingegebenen Güter beruhen kann.

Streng genommen gibt es gar keine rein subjektive Preistheorie. Es muß vielmehr festgestellt werden, daß es sich bei allen bedeutenden Lehrmeinungen entweder um Theorien, die vermeintlich nur objektive Bestimmungsgründe, oder um solche handelt, die sowohl subjektive



als auch objektive Einflüsse mehr oder weniger berücksichtigen<sup>1)</sup>. Insbesondere die neuere österreichische Schule der Nationalökonomie hat sowohl die subjektiven als auch die objektiven Grundlagen im Auge.

Während die Klassiker die Höhe des Preises aus Faktoren der Außenwelt zu erklären versuchten und sich damit begnügten, nur die Wirkungen der freien Konkurrenz zu betrachten, bemühten sich die Nationalökonomien der österreichischen Richtung, auch die letzten psychischen Grundlagen der Wert- und Preisbildung zu erforschen. Sie wandten insbesondere der Untersuchung der einzelnen Elemente der Wert-, Preis- und Einkommensbildung ihr Augenmerk zu, ohne zunächst zu so schlagwortartig kurz gefaßten Lehrsätzen wie die Klassiker zu gelangen, begründeten damit aber ein theoretisch viel sicherer fundiertes Lehrgebäude. „So entstand“ — sagt Schumpeter<sup>2)</sup> — „eine andere, viel ‚reiner‘, Ökonomik, die viel weniger konkretes Tatsachenmaterial enthält und daher auch viel weniger kurz gefaßte praktische Resultate bietet, aber ungleich fester begründet ist.“ Am besten geht die Bedeutung dieser Schule daraus hervor, daß ein sehr großer Teil der Wirtschaftstheoretiker, der sich nicht zu ihr bekennt, dennoch ihre Forschungsmethoden und Lehren stillschweigend angenommen hat und sich dieser bedient.

Weder Wert noch Preis ergeben sich nach dieser Lehre als einfache Folge aufgewendeter Kosten, sondern erst aus der Bedeutung, die einem Gute auf Grund seiner Eigenschaften als Mittel der Bedürfnisbefriedigung zukommt. Während die Kostentheorien nur bei freier Konkurrenz für beliebig vermehrbare Güter gelten sollen — weshalb die Preisbildung an der Effektenbörse schon aus diesem Grunde mit ihrer Hilfe nicht ausreichend erklärt werden kann — und sie nicht weiter untersuchen, wonach die Höhe der Kosten bestimmt wird, entfallen diese Mängel bei der subjektiven Wert- und Preistheorie. Diese gilt sowohl für vermehrbare als nicht vermehrbare, für monopolisierte als nichtmonopolisierte Güter, sie bestimmt den bedeutenden Einfluß der Bedürfnisbefriedigung zumindest in weit höherem Maße und gelangt dadurch zu viel präziseren, die Elemente der Preisbildung genauer berücksichtigenden Resultaten.

Wenn auch bei den Klassikern und insbesondere bei Ricardo infolge des Vorherrschens des Kostengesetzes, das heißt infolge der Annahme, daß die Preise der beliebig vermehrbaren Güter zu dem natürlichen Preis, dem Kostenpreis, gravitieren, vor allem eine objektive Auffassung von der Preisbildung anzutreffen ist, indem die Kosten

---

<sup>1)</sup> Darauf hat schon v. Zwiedineck insbesondere in seinem Aufsatz „Über den Subjektivismus in der Preislehre“ hingewiesen (Arch. f. Sozialwissenschaft, 1914).

<sup>2)</sup> Schumpeter: Epochen der Dogmen- und Methodengeschichte. Grundriß der Sozialökonomik, 1. Abt., S. 117. 1914.

als gegebene Tatsache hingenommen werden, ist bei ihnen doch insoweit auch ein Anflug subjektiver Einstellung zu erblicken, als sie wenigstens vorübergehend den Preis durch Angebot und Nachfrage auf den Märkten entscheiden lassen<sup>1)</sup>. Insbesondere bei Seltenheitsgütern wurden auch von Ricardo, wenigstens auf seiten der Nachfrage, in dem „Grad der Begierde“ subjektive Gründe als entscheidend für den Preis anerkannt<sup>2)</sup>.

Es wäre also nicht ganz zutreffend zu behaupten, daß die Klassiker die subjektiven Momente vollständig außer acht ließen. Doch ist es „etwas anderes, gelegentlich von solchen Bestimmungsgründen zu sprechen, und, daraus ein einheitliches, auf alle Arten von Preisen anwendbares Erklärungsprinzip zu formulieren sowie die ganze Erklärung konsequent und systematisch darauf aufzubauen, wie es die Grenznutzenschule nachher gemacht hat“<sup>3)</sup>. Wird auch die mangelnde Einheit in der Erklärung nicht weiter berücksichtigt, so liegt bei den Klassikern nicht nur im Sinne der vorangegangenen Ausführungen, sondern auch deshalb eine sehr starke Vernachlässigung der subjektiven Bestimmungsgründe vor, da sie das Angebot mehr oder weniger als gegeben annehmen, die Nachfrageseite wenig ergründen und vor allem der Erkenntnis des Zustandekommens der Nachfrage keine Bedeutung beimessen.

Gerade diese Lücke in der Preislehre der Klassiker macht die österreichische Schule zum Ausgangspunkt ihrer Betrachtung. Sie erklärt, daß die Menschen über die im Knappheitsverhältnis gegebenen Mittel zur Befriedigung ihrer Bedürfnisse nach bestimmten Gesetzmäßigkeiten verfügen, und daß die beste Auswahl aus allen zur Bedürfnisbefriedigung geeigneten Gütern nach Maßgabe des jedem einzelnen zur Verfügung stehenden Einkommens und Vermögens ein wichtiges Ziel der ökonomischen Tätigkeit der Menschen bildet. Sie hebt dabei vor allem die Bedeutung der individuellen Regungen für das wirtschaftliche Geschehen überhaupt und im besonderen für das Handeln der Wirtschaftssubjekte auf dem Markte hervor. Demgemäß überträgt der einzelne die Vorstellung von der Wichtigkeit der zur Befriedigung der Bedürfnisse geeigneten Güter auf die Mittel der Bedürfnisbefriedigung. Dadurch entsteht der Nutzenbegriff. So stellt der Nutzen die Bedeutung vor, die einem Gute für die Bedürfnisbefriedigung zugeschrieben wird. Eine Nutzenschätzung ist nur notwendig, wenn eine Verfügungsänderung beabsichtigt wird. Die Verfügungen selbst sind wieder voneinander abhängig, indem die

<sup>1)</sup> Auch die Mühe und Beschwerde des Erwerbes, die Adam Smith im Naturzustand als Maßstab des Tauschwertes gelten läßt, muß gleichfalls als subjektiver Bestimmungsgrund gewertet werden.

<sup>2)</sup> Nach Amonn (Der Stand der reinen Theorie, S. 276) mußte die klassische Schule bei Seltenheitsgütern „subjektive Gründe allein entscheiden lassen“. Dagegen ist meines Erachtens in dem gegebenen Gütervorrat auch ein objektiver Bestimmungsgrund zu erblicken.

<sup>3)</sup> Amonn: a. a. O., S. 278; vgl. auch S. 314.

Aufstellung des Planes zur Heranziehung der Güter zwecks Bedürfnisbefriedigung derart erfolgt, daß zuerst die höchstrangigen Bedürfnisse, dann diejenigen nächst niedrigeren Ranges usw. Befriedigung finden. Es kommt aber nicht auf die Wichtigkeit der Bedürfnisarten, sondern nur auf die Wichtigkeit der Teilbedürfnisse zueinander an, da jedes Bedürfnis, je näher man der Sättigung zuschreitet, immer mehr an Dringlichkeit verliert. Die Befriedigung erfolgt demnach nicht nach der Wichtigkeit der Bedürfnisse, wonach einige Bedürfnisse bis zum Nullpunkt und andere wieder gar nicht befriedigt würden, sondern mit dem Ziel einer möglichst gleichmäßigen Bedürfnisbefriedigung, das heißt der Erreichung eines möglichst gleichen Befriedigungsniveaus, das wohl bei dem einen Bedürfnis viel früher und leichter als bei einem anderen erreicht werden wird. Wenn die Bedürfnisbefriedigung durch mehrere Güter möglich ist, so erscheint die Aufstellung von Kombinationen notwendig, auf die hier nicht weiter eingegangen werden kann.

Kommt der Bedürfnisbefriedigung und dem daraus folgenden Nutzenbegriff für die Heranziehung von Gütern zur Konsumtion demnach besondere Bedeutung zu, so bilden sie gleichzeitig die „letzten den Wirtschaftssubjekten noch bewußten psychischen Bestimmungsgründe des wirtschaftlichen Handelns“<sup>1)</sup>. In der Preislehre stellt der Nutzen den letzten, und zwar subjektiven Bestimmungsgrund der Preise vor. Aber nicht die abstrakte Nützlichkeit, sondern der geringste Nutzen, der Grenznutzen<sup>2)</sup>, der bei rationellster Disposition über einen Gütervorrat durch die letzte Gütereinheit herbeigeführt wird, zu dem ein Wirtschaftssubjekt nach den Gesamtverhältnissen seiner Begehungen und seines Einkommens ein Befriedigungsmittel wirtschaftlicherweise noch verwendet und auf den es verzichten müßte, wenn eine Teilmenge aus dem in Betracht kommenden Vorrat entfällt, bestimmt seinen Gebrauchswert und damit auch seinen Einfluß auf die Preisbildung.

Doch nicht nur subjektive Momente sind auf seiten der Nachfrage von Bedeutung. Daher werden auch die objektiven Einflüsse von der österreichischen Schule gewürdigt<sup>3)</sup>. Schon oben wurde darauf hingewiesen, daß die Wirksamkeit des Begehrens nach Gütern durch die Höhe des Einkommens und in zweiter Reihe auch durch die Höhe des Vermögens der einzelnen Wirtschaftssubjekte begrenzt ist. So bildet denn der Vorrat an Kaufkraft auf seiten der Nachfrage eine objektive Bestimmungsgröße des Preises, wobei nach Schumpeter<sup>4)</sup> unter

<sup>1)</sup> Mayer, H.: Art. „Bedürfnis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 450.

<sup>2)</sup> Über Grenznutzen und seine Bedeutung siehe Rosenstein-Rodan: Art. „Grenznutzen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. und hierorts, S. 12ff.

<sup>3)</sup> Vgl. Amann: Der Stand der reinen Theorie, S. 316f.

<sup>4)</sup> Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., S. 72.

Kaufkraft die abstrakte, nicht in konkreten Gütern festgelegte Macht über Güter im allgemeinen verstanden werden soll.

Auch hinsichtlich der Mitwirkung des Angebotes beim Entstehen des Preises sind gleichfalls subjektive und objektive Momente zu unterscheiden. Soweit es sich um Produkte handelt, stellen die auf ihre Erzeugung aufgewendeten Kosten als technisches Moment sowie die mehr oder weniger starke Begrenztheit des Gütervorrates die objektive Grundlage für den Preis vor. In diesen Fällen kommen andere als subjektive Tatbestände in Betracht, die gleichfalls auf die Preisbildung ihren Einfluß ausüben. Aufgabe später folgender Ausführungen wird es sein zu zeigen, woher wieder die Kostengüter ihren Preis ableiten, wie die Wirtschaftssubjekte auf diese „objektiven“ Erscheinungen reagieren und wie diese objektiven Tatsachen, gesehen durch das Prisma der Individuen, auf dem Markte ihre Wirkung auslösen<sup>1)</sup>.

Dagegen muß der entgangene Nutzen, in dem Sinne verstanden, daß die verwendeten Produktivmittel nicht mehr zur Bedürfnisbefriedigung oder Erzeugung anderer Güter herangezogen werden können, aber auch die Tatsache, daß der Produzent sowohl bei Heranziehung von Produktivmitteln als auch bei Entscheidung darüber, welche Waren er erzeugen soll, in der Regel über eine große Auswahl verfügt, als subjektiver Preisbestimmungsgrund gewertet werden<sup>2)</sup>.

So ergibt sich für die österreichische Schule der Nationalökonomie die Notwendigkeit, das Problem der Preisbildung nicht als einfaches, sondern den Preis als eine Resultierende aus einer Anzahl von Komponenten aufzufassen, zurückgeführt auf die Entschlüsse von Nachfragenden und Anbietenden, denen eine bestimmte Gesetzmäßigkeit innewohnt.

### III. Die Preisbildung

#### 1. Allgemeine Grundsätze der Preisbildung

Wenn in der Folge von freier Preisbildung, um deren ausschließliche Darstellung es sich handelt, die Rede sein soll, so geschieht es unter der Voraussetzung, daß alle daran beteiligten Personen den größtmöglichen wirtschaftlichen Vorteil suchen, über eine entsprechende Marktkennntnis verfügen und jede Art äußeren Zwanges ausgeschaltet ist. Es soll daher in diesem Abschnitte nicht auf jene Fälle näher eingegangen werden, in denen die Tauschenden zwar ebenfalls einen Tauschvorteil, einen Vorteil an subjektivem Wert, suchen, es aber doch aus besonderen Gründen (Bequemlichkeit, Wohltätigkeit, Freundschaft, politische Ein-

<sup>1)</sup> Siehe hierzu insbesondere den Abschnitt „Die Bestimmungsgründe des Preises“.

<sup>2)</sup> Auch das Arbeitsleid im Sinne der englisch-amerikanischen Vertreter der Grenznutzentheorie ist als subjektiver Preisbestimmungsgrund anzusehen.

stellung, mangelnde Marktübersicht und anderen) unterlassen, bloß ihr eigenes Interesse zu wahren. Solche Ursachen sind fast ausschließlich auf seiten der Käufer, und zwar nur im Kleinverkehr anzutreffen. Im Großverkehr dagegen, wo Käufer und Verkäufer in der Regel die erforderliche Marktkenntnis besitzen, lassen sich alle Beteiligten fast immer nur von ihrem größten wirtschaftlichen Vorteil leiten.

Wenn sich Wirtschaftssubjekte einer neuen oder veränderten Sachlage gegenübersehen, gehen der Preisbildung, ob es sich um Güter dieser oder jener Art handelt, stets Überlegungen voraus, welches Mengenverhältnis der Tauschgüter noch vorteilhaft erscheint. Kann der Käufer die zu erwerbenden Güter nicht selbst erzeugen, so wird er sie nach ihrem Nutzen einschätzen. Doch kommt es in Wirklichkeit oft nicht so sehr auf das „nützlich sein“ als auf das „für nützlich gehalten werden“ an. Ist der Nutzen, den der einzelne infolge der Bedürfnisbefriedigung empfindet, auch nicht meßbar und einer genauen mengenmäßigen Erfassung nicht zugänglich, da die Nutzen keine Quantitäten, sondern Qualitäten, das heißt Intensitäten<sup>1)</sup>, darstellen, so kann doch festgestellt werden, daß der eine Nutzen größer als ein anderer und der Unterschied zweier Nutzen kleiner, größer oder gleich groß ist im Vergleich mit dem Unterschied zweier anderer Nutzen<sup>2)</sup>. Wenn die Nutzen daher zwar keine genau bestimmbaren Größen vorstellen und voneinander auch nicht subtrahiert werden können, da eine genaue ziffermäßige Messung unmöglich ist, so sind sie doch vergleichbar<sup>3)</sup>. Dies geschieht dadurch, daß die von einem Gut erwartete Befriedigung eines Bedürfnisses mit der aus einem oder mehreren anderen Gütern verglichen wird, ohne daß Befriedigungen verschiedener Bedürfnisse aus mehreren Gruppen von Gütern zunächst einander gegenübergestellt werden. Der Wirtschaftler wird dem einen Gut dann eine höhere Wertschätzung als einem anderen beilegen, wenn ihm jenes infolge seiner (zumeist materiellen) Eigenschaften zur Befriedigung seines Bedarfes geeigneter erscheint.

Jedes Wirtschaftssubjekt ist aber auch genötigt, zum Zweck der Befriedigung der Bedürfnisse für jede Wirtschaftsperiode eine Veranschlagung aller oder wenigstens der wichtigsten in der konkreten Periode in Erscheinung tretenden Bedürfnisse vorzunehmen. Für die

---

<sup>1)</sup> Vgl. hierzu Rosenstein-Rodan: Art. „Grenznutzen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 4. Bd., S. 1190f. und 1192f., ferner Amonn: Volkswohlfahrtslehre, S. 174.

<sup>2)</sup> Mit der Frage der Kommensurabilität der Werte befaßt sich ausführlich Engländer in dem Aufsatz „Fragen des Preises“, Schmollers Jahrb., 43. Jahrg., 3. H., S. 129ff.

<sup>3)</sup> Dagegen wird von zahlreichen Nationalökonomern die Meinung vertreten, daß der Nutzen meßbar sei, und zwar insbesondere von Gossen, Menger, Böhm-Bawerk, Jevons, Walras, Marshall, Schumpeter, Wicksell, Pantaleoni und anderen.

Wirtschaftstheorie kommt dabei zwar nicht in Betracht, ob diese Bedürfnisse auch tatsächlich auftreten, sondern nur, ob Verfügungen mit dieser Zweckbestimmung vorgenommen werden. Letzten Endes entscheidet aber beim Wirtschaften oft nicht die Intensität der wirklichen Bedürfnisse, sondern vielmehr der Intensitätsgrad des Begehrens<sup>1)</sup>. Da der Bedürfnisbegriff der Wissenschaft auch die mannigfachen Begehren umfaßt<sup>2)</sup>, so kann mit Rücksicht auf die in diesem Sinne verstandene verschiedene Intensität der Bedürfnisse behauptet werden, daß die dringenderen vor den weniger dringenden befriedigt werden. Dadurch aber, daß das Wirtschaftssubjekt den einzelnen Bedürfnissen und Teilbedürfnissen ihrer besonderen Natur nach verschiedene Wichtigkeitsgrößen zuerkennt, ergibt sich infolge der ungleichen persönlich empfundenen Intensitäten der Begehren für jeden eine gewisse Rangordnung der Bedürfniswichtigkeiten<sup>3)</sup>.

Die folgende Tabelle soll die ungleiche Dringlichkeit verschiedenartiger Bedürfnisse und die abnehmende Dringlichkeit der Teilbefriedigungen bis zur vollen Sättigung durch abnehmende Zahlengrößen zur Darstellung bringen<sup>4)</sup>, wobei die Zahlen nur die individuell anerkannten Maße der Intensität (Wichtigkeit) versinnbildlichen, keineswegs aber die Höhe der Aufwendungen anzeigen, die für die mindest wichtigen Bedürfnisse größer sein können als für die dringendsten.

Tabelle 1

		Bedürfnisse nach																	
		Nahrung			Kleidung		Wohnung			Vergnügungen			Ersparnissen *)				Dienstpersonal		
		a	b	c	a	b	a	b	c	a	b	c	a	b	c	d	a	b	
Ränge der Luxusbedürfnisse		10	10																
		9	9	9	9	9	9												
		8	8		8	8		8											
			7	7		7	7			7									
				6	6	6				6	7			7					6
			5		5		5			5			5	5					
				4		4			4		4	4	4		4	4			
				2 <sup>5)</sup>		2	2		3		2	2	2	2	2	2			3
							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

\*) Als Mittel zur Befriedigung dieses Bedürfnisses, auch als Sparbedürfnis bezeichnet, muß hier die Kapitalanlage als die weitreichendste

<sup>1)</sup> Amonn: Wiesers „Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft. Arch. f. Sozialwissenschaft u. Sozialpolitik, 53. Bd., S. 299. 1925.

<sup>2)</sup> Mayer, H.: Art. „Bedürfnis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 450f.

<sup>3)</sup> Vgl. hierzu auch die Erörterungen auf S. 9.

<sup>4)</sup> Ähnlich bei Amonn: Volkswohlstandslehre, S. 124.

<sup>5)</sup> Das mit 2 angesetzte Nahrungsbedürfnis stellt ein außerordentlich minderwichtiges vor, z. B. das nach Schaumwein, Austern u. dgl.

und bedeutendste Art genannt werden. Sie kann mit mannigfachen Zielen erfolgen, z. B. zum Zweck der Altersversorgung oder der Wohlfahrtssicherung für die Zukunft nach anderen verschiedenen Richtungen hin.

Es handelt sich dabei wohl nicht um ein Bedürfnis im engeren Sinne, das heißt um kein „Verwendungsbegehren“; denn es besteht hier nicht einmal eine konkrete Befriedigungsmöglichkeit in der laufenden Wirtschaftsperiode. Dieses Bedürfnis bezieht sich auf die „Sicherung wirtschaftlicher Verfügungsmacht in der Zukunft“, daher grundsätzlich auf andere, spätere Zeitabschnitte als die übrigen angeführten Bedürfnisse, weshalb in ihm bloß eine Antizipation für voraussichtlich oder nur möglicherweise dereinst eintretende Verwendungsbegehren erblickt werden kann. Es stellt ein „Verfügungsbegehren“ vor, das vor allem auf die Erlangung oder Erhaltung der Verfügung über solche Kräfte gerichtet ist, mit deren Hilfe in späteren Wirtschaftsperioden andere, unmittelbar der Verwendung gewidmete Stoffe oder Kräfte beschafft werden können<sup>1)</sup>.

Wie die Darstellung zeigt, wurden die einzelnen Bedürfnisklassen in mehrere Gruppen (*a, b, c, d*) untergeteilt, um dadurch zum Ausdruck zu bringen, daß es in jeder Klasse wieder mehrere Bedürfnisse gibt oder doch geben kann, die von gleicher oder auch von ungleicher Anfangsintensität sein können. Das Kleidungsbedürfnis kann z. B. bestehen aus dem Bedürfnis nach Kleidung für den Wirtschaftler selbst, das wieder untergeteilt ist, und aus dem für seine Familienangehörigen, das Wohnungsbedürfnis aus dem nach einem notwendigen Schlafraum, ferner nach sonstigen Wohnräumen, nach Repräsentationsräumen u. dgl. Die Tabelle zeigt auch, daß die Dringlichkeit mancher Bedürfnisse stetig (fließend), die anderen hingegen sprunghaft (diskontinuierlich) abnimmt<sup>2)</sup>.

Die Bedürfnisbefriedigung wird aber in einer Wirtschaft nicht nach der Wichtigkeit der ganzen Bedürfnisart, sondern nur nach der Intensität der Teilbedürfnisse erfolgen, das heißt es wird keine Teilmenge des verfügbaren Gesamtgütervorrates (oder Einkommens) zur Befriedigung eines weniger intensiven Teilbedürfnisses verwendet, solange ein solches höherer Intensität unbefriedigt ist. Es ist daher „jede Teilmenge des verfügbaren Gesamtgütervorrates zu derjenigen Bedürfnisbefriedi-

---

<sup>1)</sup> Vgl. hierzu auch Mayer, H.: Art. „Bedürfnis“, a. a. O., S. 451.

<sup>2)</sup> Infolge der kurzen Zahlenreihe kommt in der obigen Darstellung wohl der Unterschied zwischen den fließenden und gestaffelten Bedürfnissen nicht sehr stark zum Ausdruck. Denn die Befriedigung eines fließenden Bedürfnisses (z. B. nach Nahrung, Vergnügungen, auch nach Ersparnissen), die auch durch Verwendung kleinerer Teilmengen erfolgen kann, hätte zur Darstellung einer großen Anzahl voneinander nur wenig abweichender Zahlengrößen bedurft. Ganz anders dagegen verhält es sich mit den diskontinuierlich abnehmenden Bedürfnissen (z. B. nach Wohnung und Dienstpersonal), da mit dem Hinzukommen eines jeden weiteren Wohnraumes oder Dienstboten die Befriedigung in großen Sprüngen zunimmt.

gung zu verwenden, welche den größtmöglichen Zuwachs zur bisherigen Gesamtbefriedigung bringt<sup>1)</sup>.

Wurde soeben das Handeln eines Wirtschaftssubjektes wenigstens zum Teil so dargestellt, als ob der Mensch beim Wirtschaften stets schwierige Probleme zu lösen hätte, so geschah dies nur deshalb, um das Zustandekommen jener wirtschaftlichen Erfahrung zu erklären, über die alle Wirtschaftssubjekte unbewußt verfügen. Tatsächlich schließt jedes Wirtschaftssubjekt seine Dispositionen an die der Vergangenheit an, so daß ein Durchdenken aller Verfügungen ab ovo nicht mehr erfolgen muß.

So ergeben sich auch die Nutzen (Grenznutzen) auf Grund wirtschaftlicher Erfahrung infolge der vorangegangenen Gesamtdispositionen. Sie sind stets das Resultat, nicht der Ausgangspunkt einer Gesamtdisposition; „stehen sie einmal fest, dann können sie als Ansatz- und Ausgangspunkte für weitere, ergänzende oder abändernde Dispositionen, die durch Veränderungen in den Gütermengen oder in ihrer Verwendbarkeit notwendig erscheinen, benutzt werden“<sup>2)</sup>.

Es wird außerordentlich selten vorkommen, daß ein Wirtschaftssubjekt seinen Wirtschaftsplan von Grund auf neu aufbauen muß. Auch in der Zukunft wird wenigstens der Großteil der wirtschaftlichen Voraussetzungen den früheren gleich bleiben, so daß nicht eine Neubildung der Gesamtdisposition, sondern bloß eine Gesamtdispositionsänderung in der Regel in Betracht kommen wird<sup>3)</sup>. Daher sind es zumeist nur die Bedürfnisse und Teilbedürfnisse an der Grenze, die durch eine Veränderung betroffen werden. Ist z. B. ein Wirtschaftssubjekt in der Lage, infolge seines Einkommens die Teilbedürfnisse mit den Rängen 10 bis 6 zu befriedigen, so wird es weder die Nutzen festhalten, die sich aus den Teilbefriedigungen mit den Intensitäten 10 oder 9 ergeben, noch auch diejenigen, die sich im Befriedigungsfalle durch die Ränge 3 oder 2 ergeben würden, und zwar jene deshalb nicht, da es ihretwegen infolge der Annahme vollkommener Sicherung beider Bedürfnisbefriedigungen hohen Ranges keine genauen Nutzenschätzungen für notwendig erachtet, aber auch diese nicht, da die Bedürfnisse so geringer Intensität bei dem gegenwärtigen Stande seines Einkommens nicht in Frage kommen. Hingegen wird sich der Wirtschaftler die Nutzen an der Grenze genau einprägen, da ihm gerade deren Abwägen und Feststellen besondere Mühe verursacht, und er diese Nutzen wenigstens

<sup>1)</sup> Mayer, H.: Art. „Bedürfnis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 454.

<sup>2)</sup> Mayer, H.: Untersuchungen zu dem Grundgesetz der wirtschaftlichen Wertrechnung. Zeitschr. f. Volkswirtschaft u. Sozialpolitik, N. F., 2. Bd., S. 13.

<sup>3)</sup> Vgl. auch Rosenstein-Rodan: Art. „Grenznutzen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1198f.



teilweise entbehren muß, wenn sich sein Einkommen verringert. In diesem Falle wird er auf einige Befriedigungen mit der Wichtigkeitsziffer 6 verzichten, dagegen bei einer Einkommenszunahme weitere Befriedigungen der Intensität 5 erlangen. Es zeigt sich dabei auch, daß die höheren Ränge keine Beeinträchtigung erfahren, sondern daß sich die Veränderungen nur auf die Grenzverwendungen erstrecken. Allerdings ist der Grenznutzen nichts Feststehendes und Absolutes, er ermöglicht uns aber zu bestimmen, wie weit wir bei der Bedürfnisbefriedigung gehen können.

Daher ist es nicht erforderlich, die Größe der Nutzen bei Teilbefriedigungen höheren Ranges, sondern nur die Grenznutzen als Qualitäten oder Intensitäten erfahrungsgemäß festzuhalten. „Damit, daß die Grenze bestimmt wird, bis zu welcher die Bedürfnisbefriedigung getrieben werden darf, ist die wirtschaftliche Auslese der Bedürfniswerte auf das genaueste gefunden, alle wirtschaftlich geforderten Werte sind durch diese Grenzbestimmung eingeschlossen, alle unzulässigen sind ausgeschlossen...“<sup>1)</sup>.

Nach diesen Grenznutzen bestimmt ein Wirtschaftler nunmehr die Menge der Güter, die er für ein bestimmtes anderes Gut hinzugeben bereit ist. Doch führt die Nutzenfunktion keineswegs zu einer direkten Bestimmung des Preises, sondern zunächst bloß zu einer auf den subjektiven Gebrauchswert gestützten Graduierung der individuellen Abhängigkeit von den einzelnen Gütern. Treffend sagt Zuckerkandl<sup>2)</sup>: „Die den Befriedigungen beigelegte Bedeutung wird vom einzelnen auf die Mittel der Befriedigung, soweit sie wirtschaftliche Güter sind, übertragen, und er gelangt bei den Vergleichen von Befriedigungen zu Gegenüberstellungen von Gütern in bestimmten Mengen, zu festen Ergebnissen, die die Grenzen der Austauschverhältnisse der Güter individuell normieren.“ Jene Gütermenge, die er für ein anderes Gut äußerstenfalls hinzugeben bereit ist, bildet sein Höchstgebot, seine äußerste „subjektive Wertschätzung“. Die Wertschätzungen der einzelnen Wirtschaftssubjekte aber, die ihrer Natur nach vollkommen unvergleichbar sind, können in der Verkehrswirtschaft nur in Erscheinung treten, wenn ihre Merkmale der Entstehung aus dem subjektiven Bewußtsein verhüllt werden und sie in eine Tauschbeziehung zum allgemeinen Tauschmittel treten. In dieser objektivierten Form sind sie nicht mehr ausschließlich Bewußtseinsinhalt, sondern sie gelangen durch sie zu zahlenmäßigem Ausdruck. „Für die anderen Menschen tritt also die ganze Fülle der subjektiven Bewußtseinsinhalte gar nicht mehr in Erscheinung. Sie bildet nur den Hintergrund, aus welchem die objekti-

<sup>1)</sup> Wieser: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl., S. 92.

<sup>2)</sup> Zuckerkandl: Art. „Preis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 6. Bd., S. 998.

vierten, für den Verkehr allein wesentlichen, in Geld umgeformten Wertschätzungen ausdrücklich heraustreten“<sup>1)</sup>.

Der Wettbewerb der Käufer und Verkäufer allein ergibt sodann die Erklärung für das Entstehen der Preise, die wohl in der Ermanglung eines Marktes nur „zusammenhanglose Preise“ sein können. Sobald aber die Wirtschaften auf einen Markt eingestellt sind, üben die vorangegangenen Preise beim Entstehen eines jeden neuen Preises ihren Einfluß aus<sup>2)</sup>. Wenn auch der Wirtschaftsplan aller Wirtschaftssubjekte unter Rücksichtnahme auf bestehende oder angenommene Preise errichtet wird, erfolgt dadurch keineswegs eine Ausschaltung jener Kräfte, die auf das menschliche Begehren und seine Intensität zurückzuführen sind. Denn die Wirtschaftssubjekte gelangen durch eine Art von Budgetierung<sup>3)</sup>, die von ihnen auf Grund der bekannten Preislagen, entsprechend der Höhe ihrer Einkommen (Güternvorräte), vorgenommen wird, praktisch nur zu einer „Meinung“, nur zu einer vorläufigen Annahme hinsichtlich der Preise und Preisverhältnisse. Die Budgetierung erfolgt derart, daß — der obigen Tabelle gemäß — die Befriedigung der Teilbedürfnisse im abnehmenden Grade ihrer Intensität angenommen wird, soweit das Einkommen ausreicht. Demnach haben die individuellen Nachfragen ihren unmittelbaren Stützpunkt:

1. in der vorausgegangenen Preisbildung,
2. in dem Rang der Ware in der Bedürfnisskala eines jeden Wirtschaftssubjektes (der Dringlichkeit des Bedarfes),
3. in der Einkommenshöhe des Wirtschaftssubjektes.

Aber nicht nur die Kaufwerber gehen mit solchen Vorstellungen, bei denen es sich nur um ungefähre Wahrscheinlichkeitsgrößen handelt, auf den Markt, sondern auch die Verkaufwerber. Deren Wertschätzungen haben ihre unmittelbare Grundlage:

1. in der vorausgegangenen Preisbildung,
2. in der Höhe der Produktions- oder Anschaffungskosten (wo solche in Frage kommen),
3. in der Dringlichkeit des Absatzes (z. B. bei leicht verderblichen Waren oder großer Geldbedürftigkeit).

Der Markt korrigiert die Vorstellungen der Tauschwerber und scheidet die zu wenig tauschfähigen aus, die gleichfalls mit bestimmten Hoffnungen, aber eben nur mit Hoffnungsgrößen hinsichtlich des Preises selbst oder auch der Menge, in seinen Bereich gekommen sind. Wer auf dem Markte seine Hoffnung, zu einem bestimmten Preis Waren zu er-

<sup>1)</sup> Lederer: Grundzüge der ökonomischen Theorie, 2. Aufl., S. 134.

<sup>2)</sup> Heller: Theoretische Volkswirtschaftslehre, S. 83; Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., S. 53f.

<sup>3)</sup> Vgl. v. Zwiedineck: Über den Subjektivismus in der Preislehre, Arch. f. Sozialwissenschaft, S. 44ff. 1914.

halten, getäuscht sieht, der wird deren Nutzen (Grenznutzen) veranschlagen und prüfen, ob dieser ihm nicht ein höheres Preisgebot und nötigenfalls den Verzicht auf minder wichtige Befriedigungen oder Teilbefriedigungen gerechtfertigt erscheinen läßt. Auch der in seinen Erwartungen getäuschte Verkäufer wird unter diesen Verhältnissen früher oder später feststellen müssen, ob ihm die beim Verkauf zu niedrigen Preisen zu erlangende Gegenleistung (Geldsumme, Wechsel u. dgl.) in Anbetracht der Erfordernisse für die ungestörte Fortführung seines Betriebes, für günstige Einkäufe von Rohmaterialien, für den Haushalt und anderes nicht einen größeren Nutzen bietet als die ungewisse Aussicht auf bessere Preise.

Wer also nicht ausgeschlossen werden will, muß seine Preiswilligkeit verstärken; denn die Wertschätzungen der Käufer begegnen auf dem Markte jenen der Verkäufer und können nur bei derjenigen Höhe bzw. Zone der Wertschätzung zu einer Paarung, das heißt zum Tausche und dadurch zum Preise führen, bei der sich eine Übereinstimmung der angebotenen und nachgefragten Mengen mit Rücksicht auf die Wertschätzungen, das heißt auf die Intensitäten der einzelnen Teilmengen, ergibt. Da es erst die Aufgabe des folgenden Abschnittes ist, die ursächlichen Bestimmungsgründe und das Zustandekommen der Preise mit allen Einzelheiten zu zeigen, wollen wir uns hier darauf beschränken, nur noch die Erwägungen und Entschließungen der Tauschinteressenten zusammenfassend zu erörtern, die für ihre Tauschbereitschaft auf dem Markte in Frage kommen.

Wenn bei Geldwirtschaft jemand für das Gut *A* höchstens 10 Geldeinheiten zu zahlen bereit ist, so nimmt er diese Begrenzung in der Regel nur deshalb vor, da er mit etwas mehr Geldeinheiten einen mehr als verhältnismäßig größer empfundenen Nutzen erlangen kann als denjenigen, den ihm das Gut *A* verschafft. „In dieser Weise führen die rein psychischen Wertempfindungen zu mengenmäßigen Gegenüberstellungen von Gütern, es kommt zur Quantifizierung der subjektiven Werte“<sup>1)</sup>.

Der Kaufwerber wird daher für ein von ihm begehrtes Gut nur dann die geforderte Geldsumme bezahlen, wenn die Anschaffung im Rahmen seiner Mittel überhaupt möglich und ihm der Kauf eines nützlicheren Gutes unter Berücksichtigung aller in Betracht gezogenen Güter und Bedürfnisse mit der gleichen Geldsumme ausgeschlossen erscheint. Dieser Grundsatz gilt nur bei gleichbleibender Nachfrage. Die Lage ist eine andere, wenn sich infolge Veränderung der Bedürfnisse, der Geschmacksrichtung oder des Einkommens auch die Nachfrage verändert. Solche in größerem Umfang, insbesondere gleichzeitig auftretende Nachfrageveränderungen können nicht ohne Einwirkung auf

<sup>1)</sup> Zuckerkandl: a. a. O., S. 998f.

die Preise bleiben. Erhöht sich das Einkommen, so werden mehr Befriedigungsmittel oder solche Güter angeschafft, deren Erwerbung bisher unmöglich war; falls es sich dagegen vermindert, so muß bei Anschaffung der Güter eine Einschränkung stattfinden, die sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Richtung erfolgen kann. Werden von Kauflustigen für die von ihnen begehrten Waren Höchstbeträge festgesetzt, geschieht dies unter der Voraussetzung, daß sich die Preise aller anderen von ihnen begehrten Güter wenigstens in ihrer Gesamtheit nicht ändern.

Wenn das Einkommen von Wirtschaftssubjekten, das der Einfachheit halber durchwegs als Geldeinkommen angenommen werden soll, verschieden hoch ist, so kommt dadurch zum Ausdruck, daß — unter sonst gleichen Voraussetzungen — der subjektive Tauschwert der Geldeinheiten für die einzelne Wirtschaft verschieden ist. Man versteht dabei unter subjektivem Tauschwert des Geldes diejenige Bedeutung, die der Wirtschaftende den dafür im Tausch angeschafften Gütern beimißt. Daß diese Bedeutung ganz verschieden groß sein muß, ergibt sich aus der Annahme des Verlustes einer bestimmten gleich großen Anzahl, z. B. 100 Geldeinheiten, sowohl auf seiten eines Wirtschaftssubjektes mit einem großen als auch auf seiten eines anderen mit einem kleinen Einkommen. Während bei jenem nur ein ganz minderwertiges Bedürfnis dadurch unbefriedigt bleiben wird, ist bei diesem vielleicht schon die Befriedigung eines außerordentlich wichtigen Bedürfnisses in Frage gestellt. Wenn man daher auch in solchen Fällen das Geld als Maß verwendet, darf nicht vergessen werden, daß ihm in diesem Sinne nicht die Bedeutung einer jederzeit und für alle gleichen Größe zukommt. Denn die Eigenschaft des Geldes, Maßgröße zu sein, ist vom Standpunkt der einzelnen Wirtschaftssubjekte nicht so unabänderlich und bestimmt wie das spezifische Gewicht des Eisens oder die chemische Zusammensetzung einer bestimmten Säure; sie ist vielmehr von den Menschen dem Gelde beigelegt, weshalb sie von jedem nach seinen jeweiligen subjektiven Verhältnissen gewertet wird<sup>1)</sup>.

Setzt ein Kauflustiger für die Anschaffung einer Ware einen Höchstbetrag fest, so ergibt sich dies als Folge der Meinung, daß mit dieser Geldsumme das in Betracht kommende Bedürfnis anderweitig nicht besser befriedigt werden kann<sup>2)</sup>. Es kommt dadurch auch zum Ausdruck,

<sup>1)</sup> Ähnlich v. Zwiedineck im Aufsatz „Über den Subjektivismus in der Preislehre“, Arch. f. Sozialwissenschaft, S. 25. 1914.

<sup>2)</sup> Dasselbe gilt auch für die in dem folgenden Abschnitte verwendeten „Wertschätzungen“ der Kaufwerber. Doch bedeutet eine Wertschätzung von 70 nicht unbedingt, daß der Käufer nicht mehr bezahlen kann, sondern bloß, daß er nur bis 70 kaufen will. Vielleicht glaubt er, über 70 schon ein anderes Gut bzw. einen anderen Verkehrsgegenstand zu erhalten, von dem er sich einen größeren Nutzen (bei Effekten z. B. ein besseres Erträgnis) erwartet.

daß alle, wenigstens in dem gegebenen Zeitpunkt, wichtiger erscheinenden Bedürfnisse befriedigt werden können. Ist aber ein solches wichtiger erscheinendes Befriedigungsmittel mit der dafür angesetzten Geldsumme nicht zu erlangen, so wird nicht auf dieses, sondern auf die Anschaffung des mindestwichtigen Gutes verzichtet werden. Stets wird in solchen Fällen das Streben vorherrschen, die Anschaffung der einzelnen Güter in derjenigen Menge und Qualität vorzunehmen, daß der größtmögliche Gesamtnutzen erzielt wird. „So wird“ — sagt Zuckerkandl<sup>1)</sup> — „stets Nutzen mit Nutzen verglichen, und wenn man den vieldeutigen Kostenbegriff verwendet, so müßte man sagen: Das gewählte Gut oder die gewählte Gütergruppe kosten den Nutzen, den das ausgeschlossene nächstbeste Gut oder die ausgeschlossene nächstbeste Gütergruppe bewirkt hätten.“

Die Nutzenerwägungen sind auch auf seiten der Verkäufer von Bedeutung. Werden Güter verkauft, die auch als Befriedigungsmittel des Verkäufers verwendet werden können, so wird dieser nur bereit sein, solche Güter hinzugeben, wenn er eine Geldsumme dafür erhält, die ihm entweder an sich wichtiger erscheint oder geeignet ist, dafür andere Güter zu erwerben, die ihm einen größeren Nutzen gewähren.

Handelt es sich dagegen um den Verkauf von Waren, die für den Absatz erzeugt worden sind und die der Produzent selbst entweder gar nicht oder nicht in so großer Menge verwenden kann, so richtet sich wohl die Höhe der Preisforderung zunächst nach den Kosten. Das Fundament für einen günstigen Erfolg des Produzenten besteht dabei in der richtigen Beurteilung der zu erzielenden Spannung zwischen Aufwand und Erlös. Ebenso wie der Erzeuger infolge günstiger Marktlage auch über den Kosten und dem üblichen Gewinnzuschlag verkaufen kann, ist die Hereinbringung der Kosten bei ungünstiger Marktlage keineswegs gewiß. Bei raschem Verderben der Waren, bei Notwendigkeit der Aufrechterhaltung des Betriebes in einem bestimmten Umfang oder im Falle eines unmittelbaren Geldbedarfes wird der Verkauf — wenigstens vorübergehend — auch unter den Selbstkosten erfolgen müssen. Er ist auch aus verschiedenen Gründen der Geschäftspolitik, wie Niederringung der Konkurrenz, und zwecks Reklame anzutreffen.

Werden Güter angeschafft, die der Käufer nicht unmittelbar zu seiner Bedürfnisbefriedigung, sondern zwecks Weiterveräußerung erwirbt, so wird er sein Preisgebot nach den zu erwartenden Verkaufserlösen festsetzen, wobei er auch voraussichtliche Preisveränderungen zu berücksichtigen hat.

Von besonderer Art ist die Erklärung des Preises der Kostengüter. Vor allem ist darauf Bedacht zu nehmen, daß die im Knappheitsver-

<sup>1)</sup> Zuckerkandl: a. a. O., S. 1002.

hältnis vorhandenen Produktivmittel nur mit Rücksicht auf die daraus erzeugten Güter Wert besitzen<sup>1)</sup>. So befremdend es anfangs erscheinen mag, daß die Güterpreise nicht auf den von vornherein festbestimmten Kosten der Produktivmittel beruhen, sondern gerade umgekehrt die Produktivmittel erster (produktnächster) Ordnung ihren Preis von den Produkten, die Produktivmittel zweiter Ordnung von jenen erster Ordnung und alle entfernteren Produktivmittel rückschreitend bis zu den ursprünglichen Produktionsmitteln Kapital, Arbeit und Boden von den unmittelbar folgenden, damit geschaffenen Erzeugnissen verschiedenen Ranges herleiten<sup>2)</sup>, so zeigt doch die folgende Überlegung die Richtigkeit dieser Annahme.

Es ist eine bekannte Tatsache, daß bei Verringerung der zur Verfügung stehenden Produktionsmittel bei sonst gleichen Verhältnissen die Güterpreise steigen, und umgekehrt eine Mengenzunahme der Erzeugungsmittel ein Sinken der Güterpreise hervorruft. Dies muß damit erklärt werden, daß bei Verringerung der Produktionsmittel die Erzeugung der mindestwichtigen oder wenigstens minderbewerteten Güter unterbleibt, das heißt daß diejenigen Käufer, deren Nutzungsmöglichkeit für das betreffende Produktivmittel in Geld ausgedrückt am geringsten ist, ihre Nachfrage einstellen und andere Stoffe oder Kräfte als Ersatz verwenden<sup>3)</sup>. Andererseits werden die in größeren Mengen als bisher vorhandenen Produktivmittel auch zur Erzeugung weniger wichtiger oder solcher Güter herangezogen werden, zu deren Erzeugung sie weniger dringend nötig sind oder doch weniger hoch geschätzt werden. Denn die meisten Produktionsmittel werden nicht nur zur Herstellung verschiedener, sondern auch verschieden wichtiger Produkte verwendet, und es ist auch ihre Stellung als Produktivmittel von ganz ungleicher Bedeutung. Ebenso wie nicht der größte, sondern der geringste Nutzen (Grenznutzen), zu dem ein Gut wirtschaftlicher Weise noch verwendet wird, auf seiten der Nachfragenden auf die Preisbildung von Einfluß ist, so empfängt auch jedes Produktivmittel seine Wertbestimmung von der wenigstwichtigen oder — noch genauer — mindestgeschätzten, nach der Wirtschaftsrechnung noch zulässig erscheinenden Verwendungsart. Die zuletzt hinzugekommene mindestbewertete Verwendung wird bei einer Einschränkung in der Produktion als schwächste in erster Reihe ausgeschaltet. Verringert sich daher die Menge eines Erzeugungsmittels, so wird seine Heranziehung zu Gütern geringster Wertschätzung

<sup>1)</sup> Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., S. 30 und 33.

<sup>2)</sup> Zuckerkandl: a. a. O., S. 1003f., desgleichen auch Liefmann: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl., S. 31f.

<sup>3)</sup> Ebenso auch Schmalenbach: Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik, 3. Aufl., S. 44f. Leipzig. 1926.

oder zu jenen Gütern, bei denen es am leichtesten ersetzt werden kann, aufhören und es wird nur dort Verwendung finden, wo sein in Geld ausgedrückter Grad des Begehrens und damit auch sein Preis ein höherer ist. Steht dagegen ein Produktionsmittel in größerer Menge als bisher zur Verfügung, so kann es auch minderwertigen oder weniger hochgeschätzten Verwendungsarten gewidmet werden, wodurch infolge der geänderten Grenzverwendung sein Preis sinken wird. Nach diesem sogenannten Grenzbeitrag, sagt Zuckerkandl<sup>1)</sup>, „richtet sich der Wert des Produktionsmittels überhaupt, denn solange diese unwichtigste Verwendung wirtschaftlich zulässig ist, können die bei den übrigen Genußgüterarten verwendeten Teilmengen dieses Produktionsmittels nicht höher bewertet werden“..... „Aus dem Preise dieser geringsten Genußgüterart resultiert auf Grund des Grenzbeitrages der Preis des Produktionsfaktors.“

Die Erkenntnis, daß die letzte, mindestbewertete Verwendung den Preis bestimmt, gilt auch für den Produktionsfaktor „Kapital“ in allen seinen Formen, das heißt auch für Geldkapital ebenso wie für Effektenkapital. Denn die Effekten sind nur eine bestimmte Form, in die langfristig überlassene Geldkapitalien gekleidet sind. Wenn man nun zunächst von den Effekten absieht und den Kapitalzins als Vergütung, das heißt als Preis für die zeitweise Überlassung fremden Geldkapitals betrachtet, kann festgestellt werden, daß bei produktiver Verwendung und gleichem Risiko die Zinshöhe durch die in Geld mindestgeschätzte (bezahlte), nach der Wirtschaftsrechnung noch zulässige Verwendungsart bestimmt wird. Auf die Effekten übergehend, beobachtet man, daß insbesondere bei Gläubigerpapieren die Preise vom Kapitalzins unmittelbar abhängig sind, welche Tatsache sich auch auf den (im zweiten Teil besprochenen) Zusammenhang zwischen Geld- und Kapitalmarkt gründet, indem Geldkapital nur dann in Effektenkapital umgewandelt werden wird, wenn dieses auch ein den anderen Anlagegelegenheiten entsprechendes Erträgnis liefert. Doch kommen bei Aktien auch noch andere Umstände, wie erwartete Änderung der Konjunktur, Majoritätskämpfe und anderes, in Betracht. So wird — von der verschiedenen Sicherheit, das heißt dem Darlehensrisiko, abgesehen — der Zins z. B. für Industrieobligationen stets anzeigen, wie groß die geringsten Nutzungsmöglichkeiten sind, die für langfristige Kapitalanlagen dieser Art bei der jeweiligen Lage des Kapitalmarktes, insbesondere der Menge der dem Kapitalmarkt zur Verfügung stehenden Geldkapitalien, bestehen. Aber nicht nur die neu emittierten Effekten, bei deren erster Unterbringung eine angemessene Verzinsung des aufgewendeten Geldes entweder gewährleistet oder doch wahrscheinlich

---

<sup>1)</sup> Zuckerkandl: a. a. O., S. 1004.

sein muß, wobei die Verzinsung produktiv verwerteter Geldkapitalien durch die Ertragsaussichten der unternommenen Produktion zu rechtfertigen ist, nehmen Geldkapital auf dem Kapitalmarkt in Anspruch und wirken dadurch auf den Effektenpreis, sondern auch die bereits früher ausgegebenen und von ihren Besitzern zum Verkauf gebrachten Papiere, deren Preis von Produktionskosten nunmehr durchwegs unabhängig ist.

So ergibt sich, alles in allem betrachtet, durch die Nachfrage der letzten Käufer und das Angebot der letzten Verkäufer nicht nur die Bestimmung des Preises der Produkte und anderen Verkehrsgegenstände, für die der Einfluß von Kosten nicht oder nur unter gewissen Voraussetzungen in Frage kommt, sondern auch der Produktionsmittel, weiter infolge deren wechselweiser Verwendung ein Zusammenhang der Preise der Erzeugungsmittel untereinander und dadurch, daß die Einkommen der Konsumenten wieder aus ihren Produktionsanteilen bestehen, ein Gesamtzusammenhang der Einkommen, der Produktionspreise, der Preise der Kostengüter sowie der Preise überhaupt und infolgedessen auch ein organischer Zusammenhang zwischen Preis und Einkommensbildung<sup>1)</sup>.

## 2. Die Bestimmungsgründe des Preises

Da bisher nur die Grundtendenzen der Preisbildung erörtert, aber weder jene Komponenten näher untersucht wurden, die die Marktparteien zur äußersten Begrenzung und endgültigen Festsetzung ihrer subjektiven Wertschätzungen in bestimmter Höhe veranlassen, noch ihr Zusammentreffen auf dem Markte eine Darstellung fand, sollen zunächst die ursächlichen Quellen der Preishöhe, die Bestimmungsgründe des Preises, erforscht werden.

Die Klassiker der Nationalökonomie haben Angebot und Nachfrage in ihrer mengenhaften Auswirkung, wenngleich nicht immer in richtiger Weise, berücksichtigt. So weist Amonn<sup>2)</sup> nach, daß auch Ricardo, der größte Theoretiker der klassischen Schule, „unter ‚Angebot‘ und ‚Nachfrage‘ einfach die angebotenen und nachgefragten Mengen“ versteht, sie nur „als reine Mengenbegriffe auffaßt“. Es kommt dabei aber nicht nur auf die Quantitäten, sondern auch auf die Intensität von Angebot und Nachfrage, das heißt — unter Voraussetzung einer Geldwirtschaft — auf den Geldstärkegrad an. Werden diese Begriffe in dieser Doppelseitigkeit aufgefaßt, dann sind hierdurch auch alle Bestimmungsgründe des Preises gegeben, und zwar:

<sup>1)</sup> Über den weiteren Zusammenhang der Preise siehe Abschnitt IV.

<sup>2)</sup> Amonn: Ricardo als Begründer der theoretischen Nationalökonomie, S. 80f.



1. der Umfang der Nachfrage,
2. die Höhe der Schätzungsziffern auf seiten der Kaufwerber (Intensität der Nachfrage),
3. der Umfang des Angebotes,
4. die Höhe der Schätzungsziffern auf seiten der Verkaufwerber (Intensität des Angebotes).

Dadurch, daß jemand bereit ist, für ein Gut eine bestimmte Summe Geldes hinzugeben, ist jedoch noch nicht gesagt, wie groß der Nutzen tatsächlich ist, den ihm dieses Gut gewährt. Es wird damit nur das Verhältnis angezeigt, in dem der Kaufwerber mit Rücksicht auf sein Einkommen, seine Bedürfnisse, die Eigenschaften der verfügbaren Befriedigungsmittel und in der modernen Verkehrswirtschaft zumeist auch auf die zu erwartenden Preise einen Wechsel zwischen Preisgut und Ware wünscht. Die subjektiven Wertschätzungen der Tauschwerber stellen sich daher als Resultanten zweier Komponenten dar, und zwar der Wertschätzung für die Ware und für das Preisgut. Sie werden um so höher ausfallen, „je höher der absolute Wert der Ware und je niedriger der des Preisgutes für den Schätzenden ist und umgekehrt“<sup>1)</sup>. Böhm-Bawerk führt mit Recht aus, daß eine hohe Schätzungsziffer nicht mit Notwendigkeit auf eine hohe Wertschätzung der Ware schließen läßt; denn sie kann ebensogut auch das Ergebnis einer niedrigen Wertschätzung des Geldes sein. Deshalb müssen keineswegs die tauschfähigsten Kauflustigen mit den höchsten Wertschätzungen der gewünschten Ware immer die größte Wohlfahrtsbedeutung beilegen. Es können sowohl Kaufwerber mit sehr dringendem Bedarf, aber auch solche sein, für die die Ware bloß von untergeordneter Bedeutung ist, die aber auch für das Geld nur eine sehr geringe Wertschätzung besitzen.

Werden die Wertschätzungsziffern in ihre Elemente zerlegt, so ergeben sich folgende sechs Bestimmungsgründe des Preises:

1. der Umfang der Nachfrage,
2. der subjektive Wert der Ware für die Kaufwerber,
3. der subjektive Wert des Preisgutes für die Kaufwerber,
4. der Umfang des Angebotes,
5. der subjektive Wert der Ware für die Verkaufwerber,
6. der subjektive Wert des Preisgutes für die Verkaufwerber.

Ad 1. Für den Umfang der Nachfrage ist insbesondere die Eigenart der in Betracht kommenden Bedürfnisse, vor allem ihre Verbreitung und der Grad der Dringlichkeit, maßgebend. Aber der Wunsch nach dem Besitz einer Ware wird erst dann von Bedeutung, wenn der Vorsatz des Austausches des Preisgutes gegen die verlangte Ware hinzutritt. Solange der Wille bzw. die Möglichkeit, das Preisgut hinzugeben,

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 393f.

nicht vorhanden ist, kommen solche Personen für den Tausch vorläufig nicht in Frage. Sie dürfen aber doch nicht ganz aus dem Auge verloren werden, da eine Besserung der Einkommensverhältnisse jederzeit ihre Tauschbereitschaft herbeiführen kann.

Ad 2. Die Würdigung des subjektiven Wertes der Ware für die Kaufwerber zwingt dazu, ein wenig auszuholen.

Schon an früherer Stelle wurde ausgeführt, daß die jedem Gute bzw. jeder Gütergattung eigentümliche Nützlichkeit die Ursache jeder Wertschätzung ist. Dabei entscheidet aber nicht der größte, sondern der geringste Nutzen, das heißt der Nutzen in jener Verwendung, zu der ein Gut bei Vorhandensein oder wenigstens der Annahme einer begrenzten Gütermenge wirtschaftlicherweise noch herangezogen wird.

Auch auf Kapitalgüter findet der Grenznutzengedanke Anwendung. Allerdings liegt hier der Nutzen weniger in der Gegenwart als in der Zukunft. Denn das Bedürfnis nach Kapitalanlage besteht nicht in der Mangelempfindung für die laufende Wirtschaftsperiode, etwa eines Monats oder Jahres, sondern es entspringt der Erkenntnis notwendiger oder nützlicher Vorsorge für eine zumeist entferntere Zukunft, gleichgültig, ob mehr an die Erträgnis- oder Kapitalverwertung gedacht wird. Der Nutzen einer Obligation von RM 1000 Nominale oder eines Schlusses Aktien wird für einen kleinen Gewerbetreibenden, der sich damit eine Altersversorgung schaffen will, ein viel größerer sein als für einen reichen Mann, dem damit nur die Steigerung seines ohnedies schon beträchtlichen Luxus in der Zukunft ermöglicht wird.

Daß es sich um eine rein subjektive Beurteilung handelt, braucht wohl nicht näher bewiesen zu werden, wenn man bedenkt, daß die Verhältnisse von Bedarf und Deckung individuell sehr verschieden sind. Denn dasselbe Gut oder dieselbe Menge von Befriedigungsmitteln wird für verschiedene Personen sogar dann zumeist einen ungleichen subjektiven Wert besitzen, wenn — zum Zweck der Ausschaltung der subjektiven Wertschätzung des Preisgutes durch den einzelnen — das Einkommen und die Versorgungsverpflichtungen der Wirtschaftssubjekte gleich groß angenommen werden.

Aber nur Güter, die in einer begrenzten und gegebenen Menge zur Verfügung stehen, können nach dem unmittelbaren Grenznutzen dieser Gütergattung geschätzt werden<sup>1)</sup>. Dies trifft für Monopol- und Seltenheitsgüter immer, für beliebig vermehrbare Güter (Produkte) nur dann zu, wenn und solange der Bedarf die jeweils angebotenen Mengen übersteigt; in solchen Fällen kann der Güterwert auch weit über die Kosten hinausgehen. Anders gestaltet sich die Wertschätzung für Güter, die praktisch beliebig vermehrbar und in einer dem Bedarf entsprechenden

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 308.

oder diesen übersteigenden Menge vorhanden sind. Dazu gehören auch Produkte, deren Produktionsmittel — wie in der Regel — mehrere oder sogar sehr viele Verwendungen zulassen, die von verschiedener Wichtigkeit sind<sup>1)</sup>. Da aber die Bewertung der gleichen Produktivmittel in den einzelnen Erzeugungszweigen nicht verschieden hoch sein kann, entscheidet hier die Wertschätzung in der Grenzverwendung, das heißt der Anteil des Produktivmittels an der Wertschätzung desjenigen Produktes, zu dessen Herstellung es unter den gegebenen Mengen und Wertschätzungsverhältnissen wirtschaftlicher Weise noch verwendet werden darf, oder mit anderen Worten, wo es unter allen gegebenen Verwendungen den geringsten Nutzen liefert<sup>2)</sup>. Infolgedessen ist der Wert des Grenzproduktes bestimmend für den Wert des Produktivmittels in allen seinen Verwendungsarten. In weiterer Folge aber ist der dadurch abgeleitete Wert des Produktionsmittels maßgebend für die Werte anderer Produkte, die aus ihm erzeugt werden. In dieser Erkenntnis, daß für den Preis eines Produktivmittels die Wertschätzung in der Grenzverwendung bestimmend und daraus unter den oben gegebenen Einschränkungen auch der Preis der Produkte abzuleiten ist, muß das Kostengesetz als richtig anerkannt und ihm der gebührende Platz in der Preistheorie eingeräumt werden.

Wenn nun auch in der entwickelten Verkehrswirtschaft ein sehr großer Teil der Fälle praktischer Wertschätzung auf den Preisen beruht<sup>3)</sup>, so wird dadurch doch nicht die Bedeutung des unmittelbaren Nutzens (Grenznutzens) für den Preis geschmälert. Denn die Schätzung nach Anschaffungskosten erfolgt nur vorläufig und bedingt. Es ist dadurch keine Richtschnur für unser endgültiges Verhalten gegeben. Trifft unsere Voraussetzung, daß wir die verlangte Ware auch zu diesem Preise tatsächlich kaufen können, nicht zu, so werden wir in unserem Angebot darüber hinausgehen müssen, wenn wir die Ware wirklich erhalten wollen. Ist zur Eindeckung nur ein Markt vorhanden, wird man schon auf diesem nötigenfalls bereit sein, bis zur äußersten durch den unmittelbaren Nutzen gegebenen Grenze zu gehen. Im Falle der Möglichkeit einer Anschaffung auf anderen Märkten dagegen wird der Kaufwerber wohl auf dem ersten Markte nicht geneigt sein, mehr als die vermeintlichen Kosten zu zahlen, er wird aber auf dem letzten Markte schließlich bis zur äußersten Grenze seiner Wertschätzung bieten, wenn er nicht auch

---

<sup>1)</sup> Über Ordnung, Bedeutung und Produktionsverwandtschaft der Güter in der Güterwelt siehe Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., S. 20f.

<sup>2)</sup> Siehe Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 296f., und Amonn: Grundzüge der Volkswohlstandslehre, S. 129ff.

<sup>3)</sup> Vgl. auch Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 298, und Schumpeter: a. a. O., S. 36.

diesen Markt unverrichteter Dinge verlassen will. „Seine hypothetische Wertschätzung . . . bewirkt nicht mehr und nicht weniger, als eine bloße allgemeine Hoffnung, billig einzukaufen, bewirken kann, auch wenn sie sich gar nicht zu einer förmlichen Wertschätzung verdichtet“<sup>1)</sup>. Daraus folgt weiter, daß die Schätzung von Waren nach ihren Preisen nur jene Kaufwerber auf den Markt führt, deren letzte, am äußersten Rande ihrer Wertschätzung gelegene Bewertung im Vergleich zu den jeweiligen Preisen höher oder mindestens ungefähr gleich hoch ist. Denn andere bleiben dem Markte fern.

So zeigt sich bei näherem Zusehen, daß die subjektive Wertschätzung trotz des Einflusses vorangegangener oder als gegeben angesehener Preise keineswegs vernachlässigt werden darf. Sie ist nur dort im Einzelfall weniger von Bedeutung, wo starke Abweichungen der subjektiven Bewertung von den zu erwartenden Preisen jeweils keinen Zweifel über die Tauschbereitschaft auf dem Markte aufkommen lassen. Eine möglichst genaue subjektive Wertschätzung wird dagegen um so mehr erforderlich sein, je näher diese der Preiszone liegt.

Aber nicht bei allen Schätzungen ist vollkommene Genauigkeit notwendig. Solange die Fehler nur nicht allzu groß sind, genügen unsere Schätzungen in den meisten Fällen den Anforderungen des täglichen Lebens. „Die richtige Maxime,“ sagt Böhm-Bawerk<sup>2)</sup>, „der wir denn auch im Wirtschaftsleben huldigen, ist ‚nicht genauer sein, als es der Mühe wert ist‘: in großen Dingen recht genau, in mittleren Dingen mittelmäßig genau, in den unzähligen Lappalien des wirtschaftlichen Alltagslebens nur im Größten überlegen.“

Schließlich erscheint es noch notwendig, darauf hinzuweisen, wieso durch die Erklärung, daß sich die Preise nach den Wertschätzungen und die Wertschätzungen zum Teil wieder nach den Preisen richten, nicht eine zirkelhafte Begründung vorliegt. Diese kann schon deshalb nicht vorhanden sein, da die Preise auf dem Markte nicht nur durch die bisher besprochenen Wertschätzungen der Käufer allein, sondern auch durch die der Verkäufer, die sich zum großen Teil auf Kosten gründen, beeinflußt werden<sup>3)</sup>. Ferner sind die früheren Ausführungen, soweit es sich um die Darstellung der Erscheinung handelt, daß die Wertschätzung der Käufer für die Ware von dem jeweiligen Preisstande mehr oder weniger genau beeinflußt werden, nur unter der wohl selbstverständlichen Voraussetzung gültig und zu betrachten, daß sich weder der Umfang der Nachfrage noch die Wertschätzung der Kauf-

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 401.

<sup>2)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 342.

<sup>3)</sup> Das muß auch Amonns Einwendungen gegen die Preiserklärung der österreichischen Schule (Stand der reinen Theorie, S. 283) entgegengehalten werden.

werber für das Preisgut geändert hat. Denn die Wertschätzung der Käufer für das Geld bildet gleichfalls einen besonderen, nunmehr noch näher zu erörternden Bestimmungsgrund des Preises.

Ad 3. Es hieße auf einen wichtigen Bestimmungsgrund des Preises verzichten, wollte man den Einfluß der subjektiven Wertschätzung des Preisgutes, das in der Regel Geld ist, durch die Kaufwerber vernachlässigen. Ist doch in der modernen Verkehrswirtschaft Geld nicht nur zur Beschaffung aller in einem merklichen Knappheitsverhältnis gegebenen Befriedigungsmittel unerlässlich, sondern es wird auch von den einzelnen Wirtschaftssubjekten je nach dem Verhältnis zwischen Bedürfnisstand und Einkommen bzw. Vermögen subjektiv ganz verschieden hoch bewertet. Jeder schätzt dabei das Geld nach jenen Gütern, die er sich damit beschafft<sup>1)</sup>. Auch hier erweist sich der Gedanke des Grenznutzens als richtig und bedeutungsvoll, indem sich jeder von der Geldeinheit in demselben Maße abhängig fühlt wie von den damit beschafften, für mindestwichtig erachteten Befriedigungsmitteln, auf die er bei Verlust einer oder einiger Geldeinheiten verzichten müßte.

So wechselt der subjektive Wert des Geldes auch bei derselben Person; er wird in Zeiten des Geldüberflusses geringer, bei momentaner Geldknappheit höher sein. Demnach werden sich Reiche, die plötzlich verarmen, und Arme, denen ein großer Treffer oder eine Erbschaft zufällt, ebenso völlig neue Werturteile bilden wie jene Schichten der Bevölkerung, deren Einkommen in Zeiten der Geldentwertung mit den steigenden Preisen nicht Schritt halten<sup>2)</sup>. Dadurch zeigt sich die subjektive Wertschätzung für das Preisgut auf seiten der Nachfrage als gleichbedeutend mit der Zahlungsfähigkeit der Käufer.

Treten Händler oder für den Markt erzeugende Produzenten als Kaufinteressenten auf, so wird wohl deren subjektive Wertschätzung für das Geld an Bedeutung verlieren, da der beim Einkauf vorhandene Grad der Wertschätzung dieser Bewerber im gleichen Maß auch beim Verkauf anzutreffen ist<sup>3)</sup>. Indem diese Personen wieder auf Absatz rechnen, kommt in ihren Wertschätzungen für Geld doch indirekt ein subjektives Wertempfinden für das Preisgut, und zwar das der letzten Abnehmer zum Ausdruck, das sie berücksichtigen müssen.

Ad 4. Der Umfang des Angebotes bildet infolge der Knappheit der Befriedigungsmittel ein wichtiges Element für die Bestimmung des Preises. Denn der Preis erreicht im Markte erst dadurch eine bestimmte Höhe, daß er die einer gewissen Angebotsmenge entsprechende

<sup>1)</sup> Schumpeter: a. a. O., S. 66.

<sup>2)</sup> Wegen Knappheit des zur Verfügung stehenden Raumes muß auf ausführlichere Darstellung verzichtet werden.

<sup>3)</sup> Ebenso auch Schumpeter: a. a. O., S. 64.

Nachfragemenge wirksam werden läßt<sup>1)</sup>. Daraus ergeben sich auch die bekannten Wechselbeziehungen zwischen Angebot und Preis einerseits, Nachfrage und Preis andererseits. Doch nicht nur die Menge an Waren ist auf dem Markte entscheidend, die in einem gegebenen Zeitpunkt vorhanden ist, sondern auch diejenige, die in der nächsten Zeit oder zu einem noch in Betracht kommenden Termin auf dem Markte voraussichtlich verfügbar sein wird. Auf diese Tatsache weist auch Nicklisch<sup>2)</sup> hin, wenn er mit Rücksicht auf die Warenproduktion ausführt: „Jeder hat seinen Vorrat, der unter den besonderen Erzeugungsbedingungen entstanden ist, die bei ihm in seinem Betrieb herrschen. Und er hat zukünftigen Vorrat, entsprechend der Gesicherheit und Leistungsfähigkeit seiner Werterzeugung.“ So bildet die Summe aller verfügbaren Einzelvorräte, die keineswegs mit der Summe aller Vorräte identisch sein muß, und — soweit ein Anbieten für spätere Lieferung in Frage kommt — aller in einer in Betracht kommenden Zukunft voraussichtlich vorhandenen bzw. verfügbaren Vorräte das jeweils auf dem Markt in Erscheinung tretende Gesamtangebot.

Alles in allem ist die Menge der bereitgestellten Waren einerseits insbesondere von natürlichen Verhältnissen (wie Grund und Boden) oder anderen wenigstens im konkreten Zeitpunkt unabänderlichen Gegebenheiten, bei Effekten letzten Endes von der Gesamtheit der ausgegebenen Stücke, andererseits von der relativen Höhe der etwaigen Produktionskosten abhängig<sup>3)</sup>; aber auch Monopole und Kartelle können von bestimmendem Einfluß sein.

Ad 5. Von ganz verschiedener Bedeutung ist der subjektive Wert der Ware für den Verkaufwerber. Hatte der Verkäufer die abzugebende Ware zum eigenen Gebrauch bestimmt, so wird er sie nach seinem Nutzen schätzen. Doch ist dieser Fall in der modernen Verkehrswirtschaft keineswegs sehr häufig anzutreffen. Findet dagegen der Verkauf durch Personen statt, die sich gewerbsmäßig mit dem Handel oder der Erzeugung solcher Waren befassen, so werden sie infolge des großen Überflusses für diese Güter einen sehr geringen Gebrauchswert haben. Daher kommt die subjektive Wertschätzung der Ware in diesem Sinne durch den Verkäufer unter solchen Voraussetzungen in vielen Fällen praktisch nicht in Betracht<sup>4)</sup>.

Dagegen wird bei Effekten auch auf seiten des Bankiers kaum von einem nahezu vollständigen Mangel an Wertschätzung für diese Ware gesprochen werden dürfen. Denn die Effekten werden sogar für solche

<sup>1)</sup> Vgl. auch Mellerowicz: Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, S. 50f. Berlin. 1926.

<sup>2)</sup> Nicklisch: Wirtschaftliche Betriebslehre, 6. Aufl., S. 14.

<sup>3)</sup> Vgl. Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 405.

<sup>4)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 406.

Personen — wenngleich nicht immer in demselben Maße — zumeist als Mittel der Kapitalanlage geeignet erscheinen. Diese Tatsache aber ist wieder darauf zurückzuführen, daß den Effekten auch beim Bankier Gebrauchswert zukommt.

Es kann daher festgestellt werden, daß auf seiten der Verkäufer insbesondere dann, wenn diese Händler (auch Banken kommen hier als solche in Frage) oder Produzenten sind, die subjektive Wertschätzung der Ware für die Bestimmung der Preishöhe um so mehr außer Betracht bleibt, als die Eignung für die Verwendung im eigenen Gebrauch oder Verbrauch schwindet. Wenngleich mit Rücksicht auf das Thema dieses Buches auf die Bedeutung der Kosten nicht näher eingegangen werden soll, so muß doch die Feststellung erfolgen, daß jeder Produzent seine Erzeugnisse in Ermanglung eines entsprechenden Gebrauchswertes vor allem nach den Kosten schätzen wird, obwohl auf dem Markte nicht die individuellen, sondern nur die Kosten des Grenzproduzenten, das heißt des letzten Produzenten, der noch zur Deckung des Bedarfes herangezogen wird, von Einfluß sind.

Ad 6. Ebenso wie beim Naturaltausch zumeist unmittelbar der Gebrauchswert der eingetauschten Güter entscheidet, fühlt sich auch beim Geldtausch der Verkäufer von dem zu erlangenden Geld in gleichem Maße abhängig wie von den Gütern, die er damit anzuschaffen gedenkt. Es ist die subjektive Wertschätzung des Verkäufers für das Preisgut um so höher anzusetzen, desto mehr Güter im Austausch für dessen Einheit erworben werden können, und desto höher der Nutzen (Grenznutzen) der durch den Tausch angestrebten Gütererwerbung vom Verkäufer veranschlagt werden muß. Daher kommen hierfür sowohl die Tauschkraft des Geldes als die Bedarfs- und Deckungsverhältnisse des schätzenden Wirtschaftssubjektes in Frage.

Dem unter 3. besprochenen Fall des Kaufes entsprechend, wird dem Geld auch bei der Verkaufswerbung verschieden hohe Bedeutung beigelegt. Deshalb besitzt es für den Armen einen höheren subjektiven Wert als für den Reichen. Ein in momentaner Geldknappheit befindlicher Kleinrentner wird eine Anzahl schon lange im Familienbesitz befindlicher Lose zu einem niedrigeren Preis zu verkaufen bereit sein als ein reicher Mann, der mit dem erhaltenen Erlös vielleicht nur ein Luxusbedürfnis befriedigen würde. Bei Verkäufen dagegen, die im Betrieb eines ohne Störungen weiter geführten Handels- oder Produktionsunternehmens erfolgen, wird allerdings der Einfluß der Wohlhabenheit in der Mehrzahl der Fälle ausgeschaltet. Dies gilt jedoch nur für den normalen Geschäftsbetrieb, bei dem es gleichgültig ist, ob der Wert des Geldes im Eingang und Ausgang subjektiv höher oder niedriger eingeschätzt wird. Ist in diesen Fällen auch der Einfluß der subjektiven Wertschätzung des Geldes ebenso wie jener für die Ware durch Kompen-

sation um seine Bedeutung gekommen, so ist dadurch nicht die objektive Tauschkraft des Geldes ausgeschaltet. Denn je tauschfähiger die Geldeinheit ist, das heißt je mehr Waren, Rohstoffe, Arbeit, Maschinen, ausländische Geldeinheiten (in Form von Valuten oder Guthaben im Auslande) für die Einheit erworben werden können, desto niedriger kann die in Geldeinheiten ausgedrückte Wertschätzung des Unternehmers infolge höherer Kaufkraft des Geldes sinken. Gerade die umgekehrten Tendenzen werden bei einer Geldentwertung anzutreffen und die Folge von Preissteigerungen sein. Können jedoch in Unternehmungen die erforderlichen Geldmittel — wenn auch nur vorübergehend — durch den laufenden Geschäftsbetrieb nicht aufgebracht werden, so kommen auch hier dieselben Beweggründe zur Geltung wie in der dringend geldbedürftigen Konsumtionswirtschaft. Daher werden sowohl Händler als auch Fabrikanten und Banken, die in Zahlungsschwierigkeiten geraten sind, dem Gelde subjektiv einen besonders hohen Wert beimessen und nur sehr niedrige Preisforderungen stellen. Daraus erklären sich auch die niedrigen Preise bei Notverkäufen und in Zeiten von Krisen<sup>1)</sup>.

Haben die Bestimmungsgründe des Preises hierdurch auch im einzelnen eine kurze Erörterung erfahren, so darf doch nicht übersehen werden, daß sie nie einzeln, sondern nur in ihrem Zusammenwirken die Höhe des Preises in jener Art bestimmen, die zum Teil schon in den vorangehenden Abschnitten gezeigt wurde, zum Teil noch in den folgenden Ausführungen zur Darstellung gelangen wird.

### 3. Das Zustandekommen der Preise

Sind in den vorhergehenden Abschnitten die grundsätzlichen Erwägungen der Wirtschaftssubjekte und deren Stellungnahme zur Preisbildung gewürdigt worden, so erscheint es nunmehr unerläßlich zu erörtern, wie die ziffernmäßige Festsetzung des Preises erfolgt.

#### A. Der Preis bei mangelnder Konkurrenz

Der einfachste Fall liegt gewiß beim isolierten Tausch vor, wo einem Käufer ein Verkäufer gegenübersteht. *A* hat z. B. die Absicht, 100 Stück selten gehandelte *X*-Aktien zu erwerben, die keinen Börsen- oder Marktpreis haben, und ist bereit, für das Stück 200 Geldeinheiten zu bezahlen. Wie wird sich der Preis stellen, wenn die Wertschätzung seines Bankiers *B* für diese Aktien 150 per Stück beträgt?

Falls *B* z. B. 180 für das Stück fordert, so kann es, wenn *A* nicht versucht, die Aktien billiger zu erlangen, schon zu diesem Preise zum

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 411.



Kaufabschluß kommen. Denn  $A$  wäre ja auch bereit, bis zu 200 zu bezahlen. Trachtet  $B$  aber, einen größeren Gewinn zu erzielen, und verlangt für das Stück 220, dann wird  $A$  den Antrag nicht annehmen, da dieser seine Wertschätzung (von 200) übersteigt. Er wird, wenn es zu Unterhandlungen über die Preishöhe kommt, niedrigere Angebote stellen und schließlich das Geschäft etwa zu einem Stückpreis von 190, höchstens aber von 200 abschließen. Bei einiger Gewandtheit im Feilschen wird er vielleicht auch einen niedrigeren Preis erzielen, der aber nicht tiefer als 150 sein kann, da sonst der Verkäufer an dem Geschäft kein Interesse hätte. Entsprechend der überlegenen Geschicklichkeit des einen oder anderen Partners, wird der Preis entweder der unteren oder oberen Grenze näher sein. Auf welche genaue Höhe jedoch sich der Preis innerhalb des gegebenen Spielraumes stellen wird, kann mit den hierzu unzulänglichen Mitteln der Wirtschaftstheorie nicht bestimmt werden.

Aus diesem einfachen Beispiel wird schon klar, daß der Preis innerhalb der Wertschätzungen von Käufer und Verkäufer gelegen sein muß. Die subjektive Wertschätzung des Käufers bildet dabei die Obergrenze, die des Verkäufers die Untergrenze (Regel I). Äußerstenfalls kann der Preis an der Grenze liegen, das heißt mit der Wertschätzung des einen der beiden Kaufpartner übereinstimmen (im obigen Beispiel daher 150 oder 200 sein).

Diese Feststellungen gelten als Rahmen für alle Arten der Preisbildung. Sind die Wertschätzungen der beiden Tauschpartner nicht ausnahmsweise gleich groß<sup>1)</sup>, so muß die Wertschätzung des Käufers jene des Verkäufers überragen. Zwischen ihnen liegt der Preis; denn sonst bestünde gar nicht die Möglichkeit für das Zustandekommen des Kaufes.

Da die Wertschätzungen nur Grenzen sind, ist der Käufer gewillt, zu allen im Rahmen seiner Wertschätzung gelegenen Preisen (in unserem Beispiel unter und bis einschließlich 200) zu kaufen, der Verkäufer zu allen nicht unterhalb seiner äußersten Wertschätzung gelegenen Preisen (in unserem Beispiel von 150 an) zu verkaufen. Deshalb ist auch die Tauschlust des Käufers nur nach oben, die des Verkäufers nur nach unten begrenzt. Durch die Grenzen der Wertschätzung des anderen Partners aber werden auch auf der für den einzelnen Tauschwerber freien Preisbahn Schranken für das Zustandekommen des Tausches gezogen.

---

<sup>1)</sup> Die Feststellung, daß die Wertschätzung von Käufer und Verkäufer gleich groß sein kann, widerspricht nicht der Tatsache, daß beide einen Wertvorteil erlangen. Denn dieser ist bei den subjektiven Bewertungen, mit denen die Interessenten zum Tausch erscheinen, wenigstens im geringsten noch lohnend erscheinenden Ausmaße bereits berücksichtigt.

Wenngleich in dem obigen Beispiel angenommen wurde, daß die in Frage stehenden Aktien keinen Markt- oder Börsenpreis haben, so gelten die gewonnenen Erkenntnisse auch für isolierte Tauschgeschäfte auf Märkten oder Börsen, und zwar hier für solche, bei denen einem Käufer nur ein Verkäufer gegenübersteht. Doch werden in den meisten dieser Fälle die subjektiven Wertschätzungen nicht so weit auseinandergehen wie in dem gegebenen Beispiel, sondern sich zumeist an die zuletzt vorgefallenen Preise (Kurse) anlehnen und daher oft sehr nahe aneinanderliegen. Das Prinzip aber bleibt unangetastet.

### B. Der Konkurrenzpreis

Findet ein einseitiger oder beiderseitiger Wettbewerb statt, das heißt sind auf der Kauf- oder Verkaufseite oder auch auf beiden Seiten mehrere Tauschlustige vorhanden, so ist — wie gezeigt werden soll — eine Einschränkung bzw. Modifikation der bisher aufgestellten Preisbildungsregel die notwendige Folge.

#### a) Die Preise auf dem vollkommen zentralisierten Markt

Die Darlegungen dieses Abschnittes beziehen sich ausschließlich auf Fälle der Preisbildung, bei denen Angebot und Nachfrage sowohl örtlich als auch zeitlich zusammentreffen, bei denen daher sämtliche Käufer und Verkäufer oder deren Beauftragte, die für das Zustandekommen eines Preises in Betracht kommen, zur gleichen Zeit an einem Orte vereinigt sind.

#### a) Die Bildung des Einheitspreises

Einseitiger Wettbewerb der Kaufwerber. Wird angenommen, daß drei Kaufinteressenten ( $A_1, A_2, A_3$ ) mit den Wertschätzungen 200, 180 und 160<sup>1)</sup> gleichzeitig einem Verkaufwerber mit der Wertschätzung 150 gegenüberstehen, jeder dieser Kauflustigen 100 Aktien kaufen will und der Verkäufer auch nur 100 zu verkaufen hat, so ist es naheliegend, daß sich die Kaufwerber bei den Preiszugeständnissen gegenseitig überbieten werden. Denn jeder ist bestrebt, die gewünschten 100 Aktien zu erlangen. Bei den immer höher steigenden, einer Lizitation ähnlichen Preisangeboten wird zuerst der schwächste Kaufinteressent  $A_3$  (mit der Wertschätzung 160) ausscheiden und schließlich auch  $A_2$  (mit der Wertschätzung 180), sobald das Preisgebot des  $A_1$  180 überschritten hat. Der Preis kann daher nur über 180 liegen und höchstens 200 betragen.

Ganz anders aber liegt der Fall, wenn wir annehmen, daß die Kaufwerber  $A_1, A_2$  und  $A_3$  einem Verkäufer mit der Wertschätzung 185 gegen-

<sup>1)</sup> Über die Bedeutung der „Wertschätzungen“ vgl. S. 18, insbesondere Anm. 2.

überstehen. Auch hier wird ein gegenseitiges Überbieten der Kaufinteressenten stattfinden. Die Angebote durch die Kaufseite werden aber mindestens 185 betragen müssen, damit der Verkäufer infolge seiner hohen Wertschätzung der Ware in den Geschäftsabschluß einwilligt. Es braucht wohl nicht weiter bewiesen zu werden, daß bloß  $A_1$  einen solch hohen Preis bezahlen wird und dieser nur zwischen 185 und 200 (diese beiden Grenzwerte selbst eingeschlossen) festgesetzt werden kann.

Während bei der ersten Annahme eines Wettbewerbes die Preisgrenze nach unten durch die Wertschätzung des tauschkräftigsten ausgeschlossenen Kaufwerbers bestimmt wurde, ist sie in diesem Fall durch die Wertschätzung des Verkäufers gegeben. Es ist dies aber kein neuer Fall, sondern der gleiche wie beim isolierten Tausch. Die Begrenzung nach oben hat hier keine Veränderung erfahren. Die im letzten Beispiel vorhandenen Preisbestimmungsgrenzen entsprechen daher auch vollkommen jenen beim isolierten Tausch.

So ergibt sich bloß die Notwendigkeit, mit Rücksicht auf jene Fälle des einseitigen Wettbewerbes von Kauflustigen eine besondere Regel für die Preisbildung aufzustellen, in denen eine Mehrzahl solcher Kaufwerber vorhanden ist, die nach ihrer Wertschätzung geeignet sind, jeder für sich allein mit dem vorhandenen Verkaufslustigen zu tauschen, oder anders ausgedrückt, deren subjektive Warenbewertung jene des Verkäufers übersteigt. Trifft diese Voraussetzung hingegen nur bei einem Kauflustigen zu, so ist nur er geeignet, mit dem Verkaufwerber ein Tauschpaar zu bilden, und die anderen Kauflustigen können daher außer Betracht bleiben. In diesem Fall gilt aber keine neue, sondern die schon für den isolierten Tausch aufgestellte Grundregel, das ist Regel I.

Danach ergibt sich folgende Preisregel: Bei einseitigem Wettbewerb zweier oder mehrerer im Vergleich zur Bewertung durch den Verkäufer tauschfähiger Kaufwerber wird die obere Preisgrenze durch die Wertschätzung des Käufers, das ist des tauschfähigsten Kauflustigen, die untere Preisgrenze durch die Wertschätzung des tauschfähigsten ausgeschlossenen Kaufwerbers bestimmt<sup>1)</sup> (Regel II). Der durch Regel I festgestellte Spielraum wird hierdurch von unten her verengt, weshalb die durch Regel II festgestellte Preiszone innerhalb des durch Regel I bezeichneten Spielraumes, und zwar an dessen oberem Ende gelegen ist.

<sup>1)</sup> Wir gelangen dadurch zu einer enger begrenzten, aber unseres Erachtens klareren Formulierung als Böhm-Bawerk (Positive Theorie des Kapitals, 3. Aufl., S. 363), der offenbar auch den Fall einbezogen wissen will, daß aus mehreren konkurrierenden Kaufwerbern mit Rücksicht auf die Wertschätzung des Verkäufers nur ein Kaufinteressent tauschfähig ist. Böhm-Bawerk hat dadurch auch die Fälle unwirksamer Konkurrenz in seine Formulierung aufgenommen, während von uns nur der auf den Preis wirksame Wettbewerb ins Auge gefaßt wird.

Einseitiger Wettbewerb der Verkaufwerber. Einem Kaufinteressenten  $A$  mit der Wertschätzung 400 stehen vier Verkaufslustige ( $B_1, B_2, B_3, B_4$ ) mit den Wertschätzungen 420, 380, 330 und 300 gegenüber, von denen jeder die verlangte Ware  $X$  abzugeben hat. Zuerst sei bemerkt, daß zwischen  $A$  und  $B_1$  ein Kaufabschluß überhaupt nicht zustande kommen kann, da die Wertschätzung des Verkaufwerbers  $B_1$  die des Käufers übertrifft. Die anderen Verkaufslustigen werden sich gegenseitig so lange unterbieten, bis es zu einem Angebot des  $B_4$  unter 330 kommt, wodurch die anderen mitkonkurrierenden Verkäufer aus dem Felde geschlagen sind, da sie infolge ihrer hohen Wertschätzung die Ware zu einem so niedrigen Preis nicht mehr verkaufen wollen. Es ist klar, daß der Preis nicht unter 300 sinken kann, da sonst auch  $B_4$  kein Interesse mehr am Geschäftsabschluß hätte. Der Preis liegt daher zwischen 300 (inklusive) und 330 (exklusive).

Wäre von den vier Verkaufwerbern in bezug auf die Wertschätzung des Käufers nur einer tauschfähig, welcher Fall z. B. bei einer subjektiven Warenbewertung des Käufers mit 320 zutreffen würde, so handelte es sich auch hier um eine nach den Ausführungen über den isolierten Tausch zu beurteilende Preisbildung<sup>1)</sup>. Deshalb können diese Voraussetzungen bei der Formulierung unserer Preisregel unberücksichtigt bleiben.

Wir gelangen daher zu folgender Erkenntnis: Bei einseitigem Wettbewerb einer Mehrheit von Verkaufslustigen, die mit Rücksicht auf die Bewertung durch den Käufer tauschfähig sind, bildet die Wertschätzung des Verkäufers, das ist des tauschfähigsten, zum Verkauf gelangenden Verkaufwerbers, die untere, dagegen die Wertschätzung des tauschfähigsten ausgeschlossenen Kaufinteressenten die obere Preisgrenze<sup>2)</sup> (Regel III). Dadurch wird der durch Regel I festgestellte Spielraum von oben her verengt. Die durch Regel III bestimmte Preiszone befindet sich (ebenso wie die durch Regel II gegebene) innerhalb des Preisspielraumes nach Regel I, ist jedoch an dessen Untergrenze gelegen.

Es sind also bei einseitigem wirksamen Wettbewerb mehrerer Kauflustiger die beiden Kaufwerber an der Grenze (das heißt der tatsächlich tauschende und der stärkste der ausgeschlossenen), die die Grenzen des Preises durch ihre Wertschätzungen bestimmen, wogegen bei einseitigem wirksamen Wettbewerb mehrerer Verkaufslustiger die Preis-

<sup>1)</sup> Siehe hierüber die analogen Ausführungen über den einseitigen Wettbewerb der Kaufwerber.

<sup>2)</sup> Vgl. Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 364.

Hinsichtlich der Ausführungen in der Anmerkung hierzu beziehen wir uns auf unsere auf S. 33, Anm. 1 gegebenen Erklärungen.

grenzen durch die subjektiven Bewertungen der zwei Verkaufwerber an der Grenze gezogen werden.

Beiderseitiger Wettbewerb. Während bisher die Preisbildung bei vollkommen freiem Verkehr der Tauschinteressenten, ohne daß es einer Regulierung bedürfte, gezeigt wurde, soll zunächst auf jene Fälle des beiderseitigen Wettbewerbes eingegangen werden, in denen der Handel — wie z. B. größtenteils an Effektenbörsen — an einer Stelle, bei einer Person oder Personengruppe, z. B. bei Maklern, zentralisiert ist. Es sind dies auch Beispiele für das Zusammentreffen des ganzen Angebotes und der ganzen Nachfrage auf einem vollkommen zentralisierten, geschlossenen Markt und sie sind zugleich richtunggebend für die wichtigsten Fälle der Preisbildung im praktischen Wirtschaftsleben, nämlich für die Preisbildung der Massengüter. Erst später soll die Preisbildung bei beiderseitiger Konkurrenz auf mehr oder weniger aufgelösten Märkten untersucht werden, wo Angebot und Nachfrage zerstreut sind, sei es, daß auf einem und demselben Markte die zeitliche oder außerdem die örtliche Vereinigung und deshalb die gemeinsame Preisbildung überhaupt mangelt, oder daß Angebot und Nachfrage auf die Geschäftsniederlassungen und Straßen einer Stadt oder verschiedener Ortschaften einer Volkswirtschaft verteilt sind.

Der Zweck der für zentralisierte Märkte getroffenen Maßnahmen besteht darin, für eine Vielheit von Kaufabschlüssen verschiedener Kontrahenten mit ganz ungleichen subjektiven Wertschätzungen zu einem einheitlichen Preise zu gelangen, und zwar zu einem solchen, bei dem alle Tauschlustigen, die zu diesem Preise nach ihren Wertschätzungen kaufen oder verkaufen wollen, tatsächlich zum Tausch kommen. Ein solcher Preis verdient wohl mit Recht den Namen eines Einheitspreises. Die Zentralisation dient der sicheren Erreichung dieses Zieles.

Schon aus dieser Zwecksetzung wird mit Rücksicht auf die Tatsache, daß bei jedem Kaufabschluß je einem Käufer ein Verkäufer gegenüberstehen muß, klar, daß nur diejenigen Tauschwerber Aussicht auf Befriedigung ihrer Nachfrage und ihres Angebotes haben, die — entsprechend ihren Wertschätzungen — mit Gegenpartnern auf der Basis eines für alle gemeinschaftlichen Preises zusammengeführt werden können. Um aber nicht den Eindruck zu erwecken, als wären z. B. an Börsen die von Maklern ermittelten Einheitskurse nicht Preise, die allen Anforderungen wirtschaftlicher Preisgesetze entsprechen, wird behufs Feststellung und Erklärung der weiteren Preisgesetze von der vermittelnden Tätigkeit von Zwischenpersonen, die bei Festsetzung von Einheitskursen zumeist anzutreffen ist, abgesehen und angenommen, daß die Preise durch direkte Unterhandlungen der Kauf- und Verkaufwerber zustande kommen. Tatsächlich müssen solche unmittelbare Preisverhandlungen auch das gleiche Ergebnis wie die Preisberechnungen der

Makler liefern<sup>1)</sup>, obwohl die Erzielung eines den jeweiligen Marktverhältnissen (Wertschätzungen) entsprechenden richtigen Preises durch Verwendung geübter Mittelspersonen sicherer und rascher erreicht werden kann<sup>2)</sup>.

Nehmen wir zuerst der Einfachheit halber an, die nachstehend angeführten Kauf- und Verkaufstigen wünschen, je einen Schluß (z. B. RM 6000 oder 25 Stück) bestimmter Aktien zu erwerben bzw. zu veräußern, und zwar bei folgenden Wertschätzungen:

## Beispiel 1

Kaufstige		Verkaufstige	
$K_1$	280	$V_1$	260
$K_2$	260	$V_2$	240
$K_3$	250	$V_3$	230
$K_4$	230	$V_4$	210
$K_5$	220		

Es ist eine bekannte Erscheinung, daß die Käufer, wenn es zum „Handeln“ über den Preis kommt, niedrige Preise bieten, dagegen die Verkäufer, um später etwa auf einer mittleren Linie eine Einigung zu erzielen, wenigstens im Anfang verhältnismäßig hohe Preise verlangen. Der Kaufwerber wird nicht sofort seine höchste, der Verkaufwerber nicht sogleich seine äußerste, das heißt niedrigste Wertschätzung bekanntgeben, denn dies würde ihren Bestrebungen, den größtmöglichen Tauschgewinn zu erzielen, zuwiderlaufen. Jeder wird vielmehr seine Preisgebote immer nur so stellen, daß — soweit es seine äußerste Wertschätzung noch zuläßt — seine Ausschließung vom Tausch verhindert wird. Wenn wir in der Folge den Käufern die Initiative überlassen, ihrer Gewohnheit und ihrem Vorteil entsprechend mit niedrigeren Preisen beginnen, ferner bei jedem Preisangebot feststellen, wieviele und welche Kauf- und Verkaufinteressenten tauschbereit sind, und wieviel Kaufabschlüsse, das heißt welcher Umsatz bei den einzelnen Preisgeboten erzielt werden könnte, ergibt sich die nachstehende Aufstellung:

Preis	Käufer	Verkäufer	Umsatz
210	5 ( $K_1$ bis $K_5$ )	1 ( $V_4$ )	1
220	5 ( $K_1$ „ $K_5$ )	1 ( $V_4$ )	1
230	4 ( $K_1$ „ $K_4$ )	2 ( $V_3, V_4$ )	2
240	3 ( $K_1$ „ $K_3$ )	3 ( $V_2$ bis $V_4$ )	3
250	3 ( $K_1$ „ $K_3$ )	3 ( $V_2$ „ $V_4$ )	3
260	2 ( $K_1, K_2$ )	4 ( $V_1$ „ $V_4$ )	2
280	1 ( $K_1$ )	4 ( $V_1$ „ $V_4$ )	1

<sup>1)</sup> Auch Schmalenbach weist in den „Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik“, 3. Aufl., S. 42, darauf hin, daß die Kursermittlung der Makler bloß eine rechnerische Nachahmung der freien Preisbildung ist.

<sup>2)</sup> Über die Art der Ermittlung von Einheitskursen an Börsen siehe S. 132.

Nimmt also die Preisunterhandlung mit den zurückhaltenden niedrigen Preisangeboten der Kauflustigen ihren Anfang, so zeigt sich, daß bei 210 und 220 nur ein Verkäufer gewillt ist, seine Ware abzusetzen, weshalb von den fünf Kaufinteressenten nur einer tauschen könnte, während die vier übrigen leer ausgehen müßten. Daraus ergibt sich aber für die Kaufwerber mit höheren Wertschätzungen — um die gewünschte Menge erhalten zu können — die Notwendigkeit, die Preisgebote zu erhöhen. Auch die Verkaufwilligen  $V_2$  und  $V_3$  würden nicht wirtschaftlich handeln, wollten sie zusehen, daß ein Preis von 220 zustande kommt, der sie nach ihren Wertschätzungen ausschließt. Bei 230 ist die Lage insofern schon eine andere, als der wenigsttauschfähige Kaufwerber bei diesem Preis ausscheidet, dagegen aber schon zwei Verkaufwerber auf den Plan treten. Da aber Angebot und Nachfrage der Menge nach noch immer nicht im Gleichgewicht sind, und zwei Kaufinteressenten zu diesem Preis noch immer gewärtigen müssen, daß sie die gewünschten Effekten überhaupt nicht bekommen, oder — soweit dies im Börsenhandel überhaupt zulässig ist — nur in der halben Menge, die sie wünschen, zugeteilt erhalten, wird zwecks Ausschaltung des beim momentanen Stand des Preisgebotes tauschschwächsten Kaufwerbers und Heranziehung eines weiteren Verkaufslustigen eine abermalige Erhöhung des Preises stattfinden. An dieser haben sowohl die Käufer  $K_1$  bis  $K_3$ , damit sie die gewünschte Warenmenge sicher erhalten, als auch die Verkäufer  $V_1$  und insbesondere  $V_2$  ein Interesse. Die letzteren sind von dem Wunsche beseelt, daß die Preise jene Höhe erreichen, die ihnen den Absatz ermöglicht, das heißt ihrer Bewertung entspricht. Das gewünschte Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage wird nun sowohl bei 240 als auch bei 250 erzielt. Sollte der bei diesen Preisen ausgeschlossene Verkaufwerber  $V_1$  oder ein anderer Verkaufslustiger eine Erhöhung des Preises auf 260 versuchen, so würde sich zeigen, daß bei diesem Preis auf seiten der Käufer  $K_3$  ausscheiden müßte, und daher das erstrebte Gleichgewicht wieder gestört wäre.

So bringt die Verfolgung des eigenen Vorteils Tauschwerber auf beiden Seiten dazu, unter der oben gegebenen Voraussetzung direkter Preisverhandlung den Einheitspreisen zuzustreben. Der Wunsch, mit ihren ganzen Mengen zum Tausch zu gelangen, veranlaßt Kaufwerber, und zwar die tauschfähigsten (mit höheren und höchsten Wertschätzungen), die Preisgebote immer mehr zu erhöhen, die Verkaufwerber dagegen, insbesondere die tauschfähigsten (mit niedrigen und niedrigsten subjektiven Bewertungen), hohe Preisangebote zu unterbieten, und daher Angehörige beider Tauschparteien, auf die Erzielung jener Preise hinarbeiten, bei denen der Markt im Gleichgewicht ist. Dadurch wird die Vorherrschaft der stärkeren Kauf- und Verkaufwerber begründet und die Ausschaltung der schwächeren herbeigeführt. Aber auch die

Mindertauschfähigen, die bei den einzelnen Geboten infolge ihrer Wertschätzung vom Tausch ausgeschaltet sind, werden dann, wenn die eine oder andere Tendenz zu weit verfolgt worden sein sollte, zur Herstellung des Gleichgewichtes im Markte beitragen können, indem die im Verhältnis zum richtigen Einheitspreis zu hoch liegenden Angebote durch weniger tauschfähige Kaufwerber — getragen von dem Streben, zu billigen Preisen doch noch kaufen zu können — eine Ermäßigung, dagegen zu niedrig liegende Verkaufangebote durch wenig tauschfähige Verkaufwerber — um ihre Ware absetzen zu können — eine Erhöhung erfahren werden.

Sobald nun bei einem Preis das Gleichgewicht erreicht wird, haben nur die Käufer ein Interesse, darüber nicht hinauszugehen. Die Verkaufwerber aber werden bei unmittelbaren Preisverhandlungen in Wahrung ihres Tauschvorteiles trachten, dennoch höhere Preise zu erlangen. Dies kann nach den obigen Untersuchungen mit Erfolg nicht über jene Grenze hinauf erfolgen, bei der jener am wenigsten tauschfähige, zum Gleichgewicht notwendige Kaufwerber ausscheiden müßte. Denn sonst würde auch einer der Verkaufwerber nicht zum Zuge kommen. Trachten dagegen die Kaufinteressenten, den Preis, bei dem der Gleichgewichtszustand schon erzielt wird, ihrem Vorteil entsprechend zu ermäßigen, so wird dies nur bis zur Wertschätzung des schwächsten Verkaufwerbers herab geschehen können, da dieser andernfalls vom Tausch abstehen müßte, wodurch das Gleichgewicht gestört wäre. Ist daher in einer bestimmten Preishöhe die Menge der angebotenen und nachgefragten Waren im Gleichgewicht, so ist eine Preisveränderung nur innerhalb der für den Einzelfall gegebenen, später noch zu bestimmenden Preisgrenzen möglich<sup>1)</sup>.

Dieses einfache Beispiel zeigt noch folgende für die Preisbildung höchst wichtige Erscheinung: Je höher die Preise steigen, desto mehr verringert sich die Zahl der tauschkräftigen Kaufwerber, indem die am wenigsten Tauschfähigen ausscheiden, dagegen wächst gleichzeitig die anfangs kleine Zahl der in Betracht kommenden Verkaufslustigen, da bei steigender Tendenz die Preise immer mehr in die Reihen der Wertschätzung der noch ausstehenden Verkaufinteressenten vordringen. Wird dagegen die fallende Tendenz der Preise verfolgt, so zeigt sich diese Erscheinung in umgekehrter Ordnung. Je niedriger die Preise werden, desto geringer wird die Anzahl tauschfähiger Verkaufwerber bei gleichzeitigem Steigen der Zahl der zum Tausch bereiten Kaufinteressenten. Denn es treten dann zu den bisherigen Käufern noch immer weitere weniger tauschfähige Kaufwerber tauschwirksam auf den Plan.

<sup>1)</sup> Die Möglichkeit des Schwankens des Preises innerhalb der Preisgrenzen hat bei direkten Preisverhandlungen der Tauschwerber zur Voraussetzung, daß keiner die äußerste Grenze seines Tauschwillens bekanntgibt. Andernfalls würde es viel schwerer zu einer Einigung kommen.



Nunmehr ergibt sich noch die Frage, ob bloß die Preise von 240 und 250 oder auch andere Preise allen Anforderungen entsprechen. Es erscheint klar, daß bei einem Preis unter 240 das notwendige Gleichgewicht nicht erreicht wird, da erst von 240 an der mindesttauschfähige Verkaufslustige  $V_2$  tauschbereit ist. Aber nicht nur 240, sondern auch die darüber liegenden Preise von etwa 241, 242 usw. stören das Gleichgewicht keineswegs. Erst bei 250 wird wieder die Grenze erreicht, da bei höheren Angeboten der schwächste Kaufwerber  $K_3$  wegen der überschrittenen Grenze seiner Tauschbereitschaft ausscheiden würde. Es kann daher der Preis 240 bis 250 betragen. Auf welchen Punkt zwischen 240 und 250 er festgesetzt werden wird, ist mit den der Wirtschaftstheorie verfügbaren Mitteln anzugeben nicht möglich. Es kann daher nicht Sache der Wirtschaftstheorie sein, den Preis ziffermäßig genau zu berechnen, sondern nur dessen Grenzen zu bestimmen. Innerhalb dieser Grenzen werden Geschicklichkeit der Tauschwerber, bessere Marktkenntnis und auch Zufälle eine Rolle spielen.

Wenn wir zum Zweck der Zusammenfassung der Ergebnisse unserer Untersuchungen die letzte Aufstellung betrachten, so ist daraus ersichtlich, daß bei dem zustande gekommenen Preis (den wir z. B. in der Mitte der Grenzen von 240 und 250, also mit 245, annehmen wollen) die drei tauschfähigsten Kaufwerber ( $K_1$  bis  $K_3$ ), die die Ware am höchsten, und die drei tauschfähigsten Verkaufwerber ( $V_2$  bis  $V_4$ ), die die Ware am niedrigsten schätzen, zum Tausche gelangt sind. Von diesen sind es aber gerade die Mindesttauschfähigen ( $K_3$  und  $V_2$ ), die den Preis oder wenigstens jene Grenzen, innerhalb deren der Preis liegen muß, bestimmen. Wir kommen zu dem gleichen Ergebnis, wenn wir Käufer und Verkäufer, entsprechend dem Grad ihrer Tauschfähigkeit, das heißt zuerst die Tauschfähigsten, dann die Zweittauschfähigsten usw. paaren, und zwar so lange, bis sich unter genauer Einhaltung der Reihenfolge der Tauschfähigkeit Paare finden lassen, bei denen die Wertschätzung des Käufers nicht niedriger ist als jene des Verkäufers. Wir paaren in unserem Falle  $K_1$  mit  $V_4$ ,  $K_2$  mit  $V_3$ ,  $K_3$  mit  $V_2$ . Wollten wir auch  $K_4$  mit  $V_1$  paaren, so entspräche dies nicht mehr unseren Anforderungen, da die Wertschätzung des Käufers 230, dagegen jene des Verkäufers 260 beträgt<sup>1)</sup>. Es erscheinen daher als mindesttauschfähiges Paar die Interessenten  $K_3$  und  $V_2$ , deren Wertschätzungen 250 bzw. 240 betragen. Dadurch sind auch die äußersten Grenzen des Preises bestimmt.

Allerdings können diese beiden primären (äußersten) Grenzen der Preise nicht immer mit ihrem ganzen Spielraum ausgenützt werden, da sich oft zwischen ihnen Schranken vorfinden. Wäre in unserem Bei-

<sup>1)</sup> Daß es unter solchen Voraussetzungen unmöglich zu einem Geschäftsabschluß kommen kann, wurde schon oben auseinandergesetzt. Siehe hierüber S. 31.

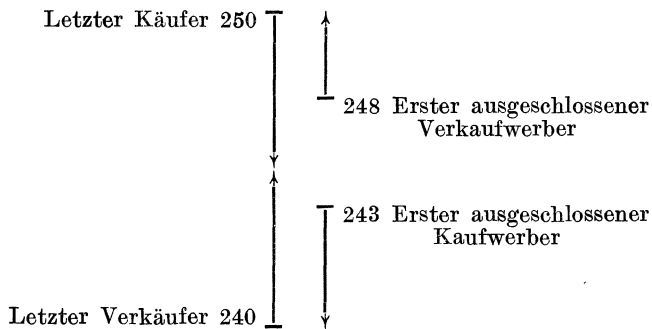
spiel noch ein neuer Verkaufstiger  $V_n$  mit der Wertschätzung 248 vorhanden, der mangels eines geeigneten Partners (da  $K_4$  eine zu geringe Wertschätzung besitzt) nicht mehr zum Zug kommen könnte, so wäre ein Preis von z. B. 249 — obwohl sonst innerhalb der Wertschätzungen des letzten Tauschpaares gelegen — nicht mehr zulässig. Denn bei diesem Preise stünden vier Verkäufern nur drei Käufer gegenüber. Die Verkaufwerber müssen in diesem Falle mit ihren Preisangeboten unter 248 herabgehen, um die Konkurrenz von  $V_n$  auszuschalten. Daher kann der Preis nur 240 bis 247,99 betragen. Es erübrigt noch die Feststellung, daß hier der Preis bloß durch die Wertschätzungen von Verkaufwerbern, und zwar des letzten zum Tausch gelangten und des ersten ausgeschlossenen Verkaufwerbers, begrenzt wird.

Andererseits wäre auch von der Käuferseite her eine Einschränkung möglich, falls ein neuer Käufer  $K_n$ , z. B. mit einer Wertschätzung von 243, hinzukäme. Denn bei einem Preise von etwa 242 wären vier Käufer und nur drei Verkäufer vorhanden. Bei einem Preise über 243 hingegen scheidet der neue Käufer aus der wirksamen Nachfrage wieder aus. Deshalb bleibt für den Preis nur der Spielraum von 243,01 bis 250 übrig. Im Gegensatz zu früher wird hier der Preis durch die Wertschätzungen zweier Kaufwerber begrenzt, und zwar wieder der Kaufwerber an der Grenze, das heißt des letzten noch zum Tausch gelangten und des ersten vom Tausch ausgeschlossenen.

Die Einschränkung des Spielraumes zwischen den Wertschätzungen des letzten zum Zug kommenden Tauschpaares kann aber auch durch mehrere gleichartige Tauschwerber (z. B. Käufer) erfolgen: von oben her durch mehrere auszuschließende Verkaufwerber, von unten her durch mehrere auszuschließende Kaufwerber; doch ist auf jeder Seite nur der Tauschstärkste in Betracht zu ziehen. Eine gleichzeitige Einschränkung von oben und von unten her ist möglich, wenn z. B. in unserem Fall sowohl  $K_n$  als auch  $V_n$  hinzukommen, so daß sich die Preiszone von 243,01 bis 247,99 erstreckt. Dann bestimmt das stärkste ausgeschlossene Bewerberpaar den Preis.

Wir gelangen daher hinsichtlich der Erfordernisse eines Einheitspreises bei beiderseitigem Wettbewerb zu folgendem Ergebnis: Den Anforderungen entspricht nur ein Preis innerhalb des Spielraumes, der von den Wertschätzungen des schwächsten zum Geschäftsabschluß kommenden Tauschpaares begrenzt wird. Liegt jedoch die Wertschätzung ausgeschlossener Tauschwerber innerhalb des Spielraumes, so wird dieser dadurch eingengt, daß als Obergrenze statt der Wertschätzung des letzten Käufers die (im Verhältnis dazu) niedrigere des stärksten ausgeschlossenen Verkaufwerbers und als Untergrenze an Stelle der Wertschätzung des letzten Verkäufers die höhere des stärksten ausgeschlossenen Kaufwerbers tritt. Wenn wir auf Grund unserer Unter-

suchungen daher auch feststellen müssen, daß sowohl die schwächsten zum Tausch gelangenden als auch die stärksten vom Tausch ausgeschlossenen Bewerber oder — wie sie Böhmer-Bawerk nennt — die „Grenzpaare“ die Preisgrenzen bestimmen, so ist zwischen den erfolgreichen und den ausgeschlossenen Interessenten doch in ihrer Bedeutung für den Preis ein Unterschied zu finden. Während die ersteren zu einer Preisbildung stets unumgänglich notwendig sind und die äußersten primären Grenzen bestimmen, können die letzteren auf der einen oder auch auf beiden Seiten gar nicht vorhanden sein, tragen weiter nur dann zur Abgrenzung der Preiszone bei, wenn sie innerhalb der primären Preisgrenzen liegen, und bilden dadurch nur innere, sekundäre Grenzen. Diese innerhalb der primären Preiszone vorhandenen Wertschätzungen ausgeschlossener Tauschwerber stellen daher gleichsam nur Gegenkräfte zu den ursprünglich preisbildenden Kräften des Tauschpaares vor. Die folgende Versinnbildlichung soll diesen Zustand zur Darstellung bringen. Sie zeigt auch, daß die Tauschwirkung jedes Kaufinteressenten von seiner höchsten Wertschätzung nach unten, die Tauschwirkung jedes Verkaufinteressenten von seiner niedrigsten Wertschätzung nach oben gerichtet ist. Auf jenen Strecken, auf denen die Kräfte — wie angenommen werden muß — gleich starke Gegenkräfte vorfinden, können sie nicht zur Wirkung gelangen. So kommen die Fähigkeiten des letzten Tauschpaares zur Preisbildung zwischen 248 und 250 und ebenso zwischen 240 und 243 nicht zur Geltung. Erst über 243 und unter 248 haben sie bis zur Gegengrenze freie Bahn.



Noch ein weiterer Unterschied in der Art der Abgrenzung der Preiszone durch die beiden Paare an der Grenze kann festgestellt werden. Während die Wertschätzungen der letzten zum Geschäftsabschluß gelangenden Tauschwerber noch innerhalb des Preisspielraumes an der Grenze liegen, fallen jene der ausgeschlossenen Tauschwerber schon (knapp) außerhalb desselben. Unter den in obiger Skizze ebenso wie bei den letzten Erörterungen angenommenen Wertschätzungen ist deshalb der Preisspielraum im Falle der Preisbildung durch das letzte

Tauschpaar mit 240 bis 250 (einschließlich), dagegen im Falle der Preisbildung durch das stärkste ausgeschlossene Bewerberpaar mit 243,01 bis 247,99 bestimmt, so daß 243 und 248 als äußerste Wertschätzungen der ausgeschlossenen Tauschwerber schon knapp außerhalb der Preisgrenzen liegen.

Es ergeben sich nunmehr zwei Teilregeln. Die erste gilt für den Fall, daß sich innerhalb der Bewertungsgrenzen des letzten (schwächsten) Tauschpaares keine Wertschätzungen ausgeschlossener Tauschwerber vorfinden; dann bestimmen die Wertschätzungen des letzten Tauschpaares die Preisgrenzen. Wenn aber subjektive Bewertungen ausgeschlossener Tauschwerber in die von den Wertschätzungen des letzten Tauschpaares begrenzte Zone fallen, so wird, falls es sich um Käufer handelt, die Untergrenze, falls es sich um Verkäufer handelt, die Obergrenze des Preises durch den Tauschkräftigsten von ihnen bestimmt.

Die Darlegungen über die Entwicklung des Preises wären aber nicht vollständig, würde nicht auch die Frage erörtert, inwieweit Änderungen in den subjektiven Wertschätzungen der Tauschwerber auch eine Änderung des Preises zur Folge haben.

Kommen für die Preishöhe auch nur das Tauschpaar und — wenn vorhanden — jene tauschkräftigsten ausgeschlossenen Tauschwerber in Betracht, deren Wertschätzung innerhalb der äußersten Schätzungsziffern des letzten Tauschpaares liegt, so ist doch auch den übrigen zum Tausch gelangenden Käufern und Verkäufern eine bestimmte Funktion zugeteilt. Die Höhe ihrer Wertschätzung ist zwar nicht unmittelbar von Bedeutung. Sie kommen vielmehr nur so weit in Frage, als sie mit einem tauschkräftigen Gegenkontrahenten verbunden erscheinen und dadurch mithelfen, das Grenzpaar zu bestimmen. Die Höhe ihrer Wertschätzung braucht sogar bei Bewertungsänderungen insoweit nicht in Betracht gezogen zu werden, als sie bei Käufern über, bei Verkäufern unter der des Schwächsten von ihnen bleibt. In dem auf Seite 36 gegebenen Beispiel I ist es denn auch für das Zustandekommen des Preises ganz gleichgültig, ob  $K_1$  eine Wertschätzung von 280 oder 300,  $K_2$  eine solche von 260 oder 255,  $V_3$  eine Wertschätzung von 230 oder 220,  $V_4$  von 215, 210 oder nur 180 hat. Erst in dem Falle, als die Wertschätzung von  $K_1$  oder  $K_2$  weniger als 250, die Wertschätzung von  $V_3$  oder  $V_4$  mehr als 240 betragen würde, blieben die Preisgrenzen von 240 und 250 nicht mehr bestehen. Böhm-Bawerk kleidet daher die Rolle derjenigen Tauschpaare, die das letzte unter ihnen an Tauschfähigkeit übertreffen, in folgende Worte: „Sie tragen durch ihre Wertschätzungen zur Bildung der Preisresultante direkt nichts, indirekt dagegen insofern bei, als sie, sich gegenseitig neutralisierend, einem bestimmten anderen

Paare die Rolle des Grenzpaares freihalten<sup>1)</sup>). Auch durch die Änderung der Wertschätzungen der vom Tausch ausgeschlossenen Tauschwerber wird die Preishöhe nicht berührt, sofern dadurch nicht eine Verschiebung der Wertschätzung eines stärksten ausgeschlossenen Teilnehmers innerhalb der Zone des letzten Tauschpaares bewirkt, oder die von einem dem letzten Tauschpaar angehörenden Tauschwerber bestimmte Preisgrenze überschritten wird. Solange deshalb trotz Änderung in der Wertschätzung irgendwelcher Bewerber die preisbildenden Interessenten unverändert in ihrer Grenzstellung bleiben, wird an den Preisgrenzen nicht gerüttelt<sup>2)</sup>).

β) Versuch einer Neuformulierung des Preisgesetzes

Wir können das Ergebnis unserer obigen Untersuchungen in die Worte kleiden: Der Preis liegt innerhalb der subjektiven Wertschätzungen des letzten Tauschpaares. Eine Einengung dieses ganzen Spielraumes wird für den Fall des Dazwischentretens von Wertschätzungen ausgeschlossener Tauschwerber durch Einschaltung der Wertschätzung des tauschfähigsten ausgeschlossenen Kaufwerbers als Untergrenze und der Wertschätzung des tauschfähigsten ausgeschlossenen Verkaufinteressenten als Obergrenze bewirkt (Fassung I).

Aber auch noch andere Formen des Ausdruckes kann unsere Preisregel finden. Wird doch bei Betrachtung der obigen Skizze klar, daß der Preis nicht nur innerhalb der Wertschätzungen des letzten Tauschpaares, sondern auch außerhalb des Wirkungsbereiches der Wertschätzungen des stärksten ausgeschlossenen Tauschpaares und sogar aller ausgeschlossenen Tauschwerber gelegen sein muß. Da die Wirkung der Wertschätzung ausgeschlossener Verkaufwerber (ebenso wie aller Verkaufinteressenten) stets nach oben, dagegen die der Wertschätzung ausgeschlossener Kaufwerber (ebenfalls gleich allen Kaufinteressenten) stets nach unten gerichtet ist, muß sich der dazwischen gelegene Preis stets außerhalb des Wirkungsbereiches der ausgeschlossenen Kaufwerber befinden. Wir können daher unserer Regel auch die folgende Form geben: Der Preis ist an einen Spielraum gebunden, der zwischen den subjektiven Wertschätzungen des letzten Tauschpaares und außerhalb des Wirkungsbereiches subjektiver Wertschätzungen ausgeschlossener Tauschwerber liegt (Fassung II).

Wenn man aber davon absieht, nach welcher Richtung hin die Wertschätzungen der ausgeschlossenen Tauschwerber wirken, und daß

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 379. Dabei wird unter Grenzpaar das letzte, das heißt das schwächste zum Tausch gelangende Paar aus Käufer und Verkäufer verstanden, nämlich das Tauschpaar an der Grenze.

<sup>2)</sup> Ähnlich auch Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 380.

sie das Zustandekommen des Preises nur innerhalb der primären Preisgrenzen — denn darüber hinaus kommt ihre Wirkung nie in Betracht — ausschalten, und man die äußersten Wertschätzungspunkte wie unverrückbare Grenzsteine ansieht, die ein bestimmtes Feld abgrenzen, so gelangt man zur Feststellung, daß der Spielraum (in obiger Skizze 243,01 bis 247,99) sowohl innerhalb der Wertschätzungen des letzten Tauschpaares als auch innerhalb der Wertschätzungen des stärksten ausgeschlossenen Bewerberpaares gelegen sein muß. Oder mit anderen Worten ausgedrückt: Der Preis kann nur bei solchen Punkten der Preisskala zustande kommen, die sowohl innerhalb der Wertschätzungen des letzten Tauschpaares als auch innerhalb der Wertschätzungen des tauschkräftigsten ausgeschlossenen Bewerberpaares liegen (Fassung III).

Am einfachsten und klarsten aber scheint unseres Erachtens eine andere Formulierung zu sein, die zur Vermeidung jeder Weitläufigkeit weder ausdrücklich angibt, welche Wertschätzungen die Grenzen nach oben und unten bestimmen, noch den Wirkungsbereich der Wertschätzungen ausgeschlossener Tauschwerber besonders ins Auge faßt und schließlich auch nicht die für die Preishöhe maßgebenden beiden Bewerberpaare an der Grenze wie Grenzpfähle als vollkommen gleichwertig nebeneinanderstellt. Sie rückt vielmehr die Tatsache in den Vordergrund, daß es das letzte Tauschpaar ist, dem für die Bestimmung der Preishöhe überragende Bedeutung zukommt, während die ausgeschlossenen Tauschwerber nur fakultativ, unter den oben schon mehrfach näher bezeichneten Voraussetzungen, für die Bestimmung des Preises in Betracht kommen. Auf Grund dieser Erwägungen wollen wir unserem Preisgesetz schließlich die folgende, auch die Dynamik des Preisbildungsprozesses besser berücksichtigende Form geben: Der Preis wird primär durch die Wertschätzungen des letzten Tauschpaares, sekundär und fakultativ durch die etwa dazwischen liegenden Wertschätzungen der tauschfähigsten ausgeschlossenen Bewerber begrenzt und bestimmt (Fassung IV). Eine bis in alle Details gehende Erklärung findet diese Formulierung durch Fassung I.

Wir gelangen dadurch ebenso wie Böhm-Bawerk<sup>1)</sup> zu einer Preisregel, die den Marktpreis als „Grenzpreis“, aufgebaut auf subjektive Wertschätzungen, darstellt, wenngleich unsere Formulierungen von der des genannten Autors doch einigermaßen abweichen. Während nach Böhm-Bawerk der Preis scheinbar durch die Wertschätzung von vier Tauschwerbern, den beiden Grenzpaaren, bestimmt wird, versuchen unsere Formulierungen — wenigstens in drei Fassungen —

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: Kapital und Kapitalzins, II. Abt. Positive Theorie des Kapitals, 3. Aufl., S. 373. 1912.

den Preis so weit als möglich der genetischen Entwicklung entsprechend zu bestimmen, wobei die Wertschätzungen des ausgeschlossenen Tauschpaares — wo sie überhaupt in Betracht kommen — nur eine innere Zone zwischen den Wertschätzungen des letzten Tauschpaares begrenzen.

Endlich muß noch darauf eingegangen werden, ob die vier aufgestellten Preisregeln (wobei die vier letzten Fassungen zusammen als vierte Regel zu gelten haben) nur einzeln für sich bestehen, oder ob auch unter ihnen Zusammenhänge und Zusammensetzungen festzustellen sind. Diese Aufgabe wird erleichtert, da bei allen Formen des Wettbewerbes darauf hingewiesen wurde, daß die Grenzen des Preises über die Wertschätzungen des letzten Tauschpaares nie hinausgehen können. Bei einseitigem Wettbewerb der Kauflustigen tritt noch als engere Untergrenze die Wertschätzung des tauschfähigsten ausgeschlossenen Kaufwerbers, bei einseitigem Wettbewerb der Verkaufslustigen als engere Obergrenze die Wertschätzung des tauschfähigsten ausgeschlossenen Verkaufwerbers hinzu, während bei beiderseitigem Wettbewerb diese zwei Fälle der Preisbegrenzung einzeln oder bei Wirksamkeit beider engerer Preisgrenzen vereinigt neben jenem stets wiederkehrenden Fall vorkommen, in dem der Preis bloß durch die Wertschätzungen des Tauschpaares an der Grenze bestimmt wird.

Die in vier Fassungen gegebene Preisregel für beiderseitigen Wettbewerb enthält deshalb die früheren Preisregeln in sich und stellt so das allgemeine Preisgesetz vor. In ihm kommt die Gesetzmäßigkeit der Preisbildung am vollständigsten zum Ausdruck. Die früheren Formeln sind nur Teile dieser Generalformel und enthalten bloß jene Teilregeln, die für die in Betracht kommenden Tatbestände erforderlich sind. Zum Unterschied von ihnen gilt aber das Preisgesetz für alle Fälle exakter Preisbildung bei örtlicher und zeitlicher Konzentration von Angebot und Nachfrage, für den isolierten Tausch ebenso wie für die Fälle einseitiger und beiderseitiger Konkurrenz. Doch lehrt das Preisgesetz nicht nur eine Rechenformel, sondern zeigt auch die Zusammenhänge, wie die durch Begehrungen hervorgerufenen und durch die Knappheit von Ware und Preisgut gehemmten wirtschaftlichen Kräfte der Gesellschaft letzten Endes auf dem Markt in Erscheinung treten und sich auswirken.

Ist das Preisgesetz bisher nur schematisch behandelt worden, so ergibt sich nunmehr die Notwendigkeit, wenigstens in Kürze darauf hinzuweisen, wie die besonderen Gegebenheiten des Marktes darunter subsumiert werden können.

#### γ) Zur Kasuistik der Einheitspreise

Wenn wir in unserem einfachen Beispiel angenommen haben, daß jeder Tauschwerber nur eine einzige Verkehrseinheit, z. B. einen Schluß

Aktien, begehrt oder anbietet, so geschah dies nur, um Komplikationen anfangs aus dem Wege zu gehen. Tatsächlich wird aber auf dem Markt, z. B. einer Börse, eine solche Einförmigkeit nicht vorhanden sein, sondern es werden die einzelnen Kauf- und Verkaufinteressenten ganz ungleiche Mengen, z. B. eine größere oder kleinere Anzahl von Schlüssen oder Stücken, zu kaufen bzw. zu verkaufen wünschen. Auch ein und derselbe Kaufwerber wird oft nicht die ganze verlangte Quantität in allen ihren Teilen gleich dringend und daher mit gleicher Wertschätzung begehren, ebenso ein Verkaufstiger bei hohen Preisen eine größere Menge zu verkaufen bereit sein als bei niedrigen. Es werden demnach nicht nur die Mengen ganz verschieden groß, sondern auch oft die Wertschätzungen nach Mengen abgestuft sein. Diese Gliederung der Bewertung durch den einzelnen bewirkt bei Vorhandensein zahlreicher Käufer und Verkäufer auf dem Markte eine starke Verkleinerung der Wertschätzungsintervalle, weshalb auf einem von beiden Interessentenseiten reich beschickten Markt auch die Wertschätzungen des Tauschpaares an der Grenze nahe beisammenliegen können. Man wird ferner, wenn ein Kaufstiger mit verschiedenen, nach Quantitäten abgestuften Wertschätzungen auf dem Markte erscheint, nicht mehr mit Sicherheit von einem vollkommen ausgeschlossenen und einem zum Tausch gelangten Kauf- oder Verkaufwerber sprechen dürfen. Denn ein Käufer wird z. B. mit einem Teil seiner Nachfrage noch zum Geschäftsabschluß kommen, mit einem anderen jedoch ausgeschlossen sein<sup>1)</sup>. Daraus, daß auf dem Markte Personen nicht nur mit Begehungen und Angeboten verschiedener Mengen, sondern manche auch mit verschieden abgestuften Wertschätzungen auftreten, erweist es sich als nicht ganz zutreffend, die einzelnen Bedarfs- oder Nachfrageschichten an einzelne Personen gebunden anzunehmen, sondern notwendig, das Hauptaugenmerk darauf zu richten, wie groß die Menge ist, die bei den einzelnen Wertschätzungsstufen nachgefragt bzw. angeboten wird. Daher ist z. B. die Nachfrage durch die Angabe von „200 Stück zum Preise von 170“ für Zwecke der Preisbildung hinreichend genau bestimmt. Denn es ist dabei gleichgültig, ob diese Nachfrage auf dem Markte von einer Person hervorgerufen wird oder ob eine Mehrheit von Personen dahinter steht, z. B. *A* mit 25, *B* mit 100, *C* mit 75 Stücken. Nur die Gesamtmenge ist von Bedeutung, die zu 170 zu kaufen gesucht wird.

Aus diesen Gründen wird aber keineswegs eine Änderung unseres Preisgesetzes erforderlich. Es dürfte vielmehr der Hinweis genügen, daß z. B. unter dem Tauschpaar an der Grenze nicht bestimmte Personen, sondern diejenigen verstanden werden, die mit ihren beehrten oder angebotenen Mengen als letzte zum Tausch gelangen. Wenn wir aber

<sup>1)</sup> Vgl. hierzu auch Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 385ff.



von den Personen und der selbstverständlichen Gleichheit der gekauften und verkauften Mengen vollständig absehen, so können darunter die schwächsten Wertschätzungen verstanden werden, die genügen, um bei örtlicher und zeitlicher Konzentration von Angebot und Nachfrage den Tausch zu bewirken.

Auf eine Tatsache soll noch hingewiesen werden. Es ist nämlich der Fall möglich, daß die Wertschätzungen des letzten Käufers und des letzten Verkäufers gleich groß sind, das heißt daß der Preis nicht innerhalb einer Zone liegt, sondern vielmehr nur bei einem bestimmten Punkt zustande kommen kann. Doch auch dieser Fall ergibt keineswegs die Notwendigkeit der Änderung unserer Preisregel. Es ist nirgends festgestellt worden, daß die Preiszone von einer bestimmten Größe sein muß. Sie kann daher auch außerordentlich klein sein und — wenn die Wertschätzungen des Paares an der Grenze sich immer mehr nähern — schließlich auch durch Zusammenfallen der Wertschätzungen des Paares an der Grenze praktisch nur durch einen Preispunkt repräsentiert werden.

Schließlich ist noch zu einigen Sonderfällen, die vor allem auf dem zentralisierten Markt von besonderem Belang und dort oft anzutreffen sind, Stellung zu nehmen und zu untersuchen, ob oder inwieweit das oben entwickelte Preisgesetz und seine Begründungen den gegebenen Anforderungen des Marktes entsprechen.

Vorerst soll eine Erscheinung erörtert werden, die in der Wirtschaftstheorie bisher im allgemeinen vernachlässigt wurde. Es wird gewöhnlich erklärt, daß innerhalb des Spielraumes, in dem der Preis liegt, Angebot und Nachfrage „im Gleichgewicht“ sein müssen. Auch Böhm-Bawerk gibt unmittelbar vor Aufstellung seines Preisgesetzes eine solche Erklärung<sup>1)</sup>. Im großen und ganzen betrachtet, ist eine solche Ansicht zwar richtig, doch keineswegs genau. Dieser Anforderung wird gewiß in der Mehrzahl der Fälle, aber nicht immer, an der Börse oft nur unter Verwendung börsetechnischer Hilfsmittel (zwecks Saldoausgleiches) voll genügt werden können. So wie wir in der Volkswirtschaft die Einzelvorgänge mit Rücksicht auf die Tendenz nach einem Gleichgewichtszustand begreifen, der wohl nie erreicht, aber stets angestrebt wird<sup>2)</sup>, verhält es sich oft bei der Preisbildung. Denn Angebot und Nachfrage können auf dem Markte nur dann mit Sicherheit ins Gleichgewicht gebracht werden, das heißt nur dann alle bei dem konkreten Preis tauschbereiten Interessenten voll befriedigen, wenn nicht eine Bindung an bestimmte Mengeneinheiten, wie durch die Schlußgröße an der Börse, gegeben ist. Damit der Markt stets restlos ins Gleichgewicht treten kann,

<sup>1)</sup> Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 373, ebenso auch S. 391.

<sup>2)</sup> Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., S. 94.

muß bzw. müßte er so beschaffen sein, daß die Begehungen des Käufers schon bei geringfügigem Sinken der Preise, wenngleich nur in bescheidener Menge, zunehmen, dagegen das Angebot der Verkäufer beim Steigen des Preises, sogar bei geringen Unterschieden, vielleicht auch nur um kleine Mengen anschwellen, mit anderen Worten, daß jeder kleinen Änderung in der Wertschätzung an der Grenze schon eine, wenn auch noch so kleine, Verschiebung in der Menge tauschbereiten Angebotes und tauschbereiter Nachfrage entspricht. Die Forderung nach vollständigem Gleichgewicht des Marktes darf deshalb nicht zum unverrückbaren Postulat erhoben werden. Denn die Wirtschaftstheorie hat sich auch mit Kombinationen zu befassen, die zwar nicht immer und überall, aber doch unter bestimmten Voraussetzungen anzutreffen sind. Zeigt doch die Preisbildung auf Märkten, wo Einheitspreise — wie an der Effektenbörse — gebildet werden, auch Fälle, in denen Angebot und Nachfrage unter bestimmten Wertschätzungskombinationen überhaupt nicht vollkommen ins Gleichgewicht gebracht werden können. Es muß sich daher bei solchen Voraussetzungen nur darum handeln, Angebot und Nachfrage „so weit als möglich“ in einen Gleichgewichtszustand zu setzen. Die später folgenden zwei Beispiele werden den Nachweis solcher Fälle erbringen.

Auch ein anderer Umstand wurde in der Wirtschaftstheorie bisher wenig berücksichtigt. Es ist dies die Erscheinung, daß der Einheitspreis nur bei solchen Punkten der Wertschätzungsskala liegen kann, bei denen der größte Umsatz erzielt, das heißt nach allen gegebenen Wertschätzungen die größtmögliche Menge gekauft bzw. verkauft wird<sup>1)</sup>. Wohl wird durch diese Erkenntnis die Lehre, daß der Preis dort liegen muß, wo Angebot und Nachfrage dem Gleichgewichtszustand am nächsten sind, nicht umgestoßen, doch bietet die Aufsuchung des größten Umsatzes ein Mittel, um in manchen Fällen Fehler zu vermeiden, die nach der Lehre vom Gleichgewicht unterlaufen können. Es gibt Situationen, in denen die Meinung, daß bei jeder Wertschätzung, bei der Angebot und Nachfrage im größtmöglichen Gleichgewicht sind, ein vollkommen entsprechender Preis zustande kommen müsse, auch zu unrichtigen Ergebnissen führt. Eine Voraussetzung hierzu ist das Zusammentreffen von Bewertungen, für die bei keinem Punkt der Wertschätzungsskala ein

<sup>1)</sup> Ausnahmen hiervon bilden insbesondere die Arbeiten von Schmalenbach und Fritz Schmidt.

Schmalenbach verweist in den „Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik“ (3. Aufl., S. 43. 1926) auf die „Parallelität des Grundsatzes des höchsten Umsatzes mit der Grenzpaartheorie“.

Fritz Schmidt stellt in seinem Buch „Die Effektenbörse und ihre Geschäfte“ (2. Aufl., S. 76. 1922) als ersten Grundsatz für die Berechnung des Einheitskurses fest: „Als Einheitskurs ist der festzusetzen, zu dem der größte Umsatz durchführbar ist.“

vollständiges Gleichheitsverhältnis zwischen Kauf- und Verkaufangeboten erzielt werden kann. Denn das Erstreben des Mengenausgleiches allein und die nur den Abweichungen gewidmete Aufmerksamkeit leitet auch zu Wertschätzungsstufen, die keineswegs allen Anforderungen eines richtigen Preises entsprechen. Zur Erläuterung diene folgendes Beispiel, das auch zeigt, daß das Gleichgewicht im Markte nicht immer vollständig erlangt werden kann.

## Beispiel 2

Kaufwerbungen				Verkaufwerbungen			
9	Schlüsse zu	(bis)	115	3	Schlüsse zu	(ab)	115
2	„	„	110	2	„	„	110
6	„	„	105	10	„	„	105

Preis	zu kaufen gesucht	zu verkaufen gesucht	Umsatz
115	9 Schlüsse	15 Schlüsse	9
110	11 „	12 „	11
105	17 „	10 „	10

Den elf Schlüssen auf der Kaufseite bei 110 stehen zwölf Schlüsse der Verkaufseite gegenüber. Die Folge davon ist, daß auf der einen, und zwar der Verkaufseite, bei diesem Preis ein Tauschwerber nicht befriedigt werden kann oder, wie wir sagen wollen, ein Rest von einem Schluß verbleibt. Weitere Untersuchungen ergeben nun, daß auch bei einem Preis zwischen 105 und 110 der Rest nicht größer ist, sondern ebenfalls nur einen Schluß ausmacht, und zwar jetzt auf der Kaufseite. Denn z. B. bei 108 stünden elf Käufern (neun zu 115, zwei zu 110) zehn Verkäufer (die Verkäufer zu 105) gegenüber. Die Reste sind also bei 110 und 108 gleich groß, nur die Umsätze sind verschieden. Bei 110 ist ein solcher von elf Schlüssen, bei 108 nur von zehn Schlüssen möglich. Da nun in beiden Fällen bis auf den unvermeidlichen Rest von einem Schluß das Gleichgewicht erzielt wird, könnte nach der Gleichgewichtslehre gefolgert werden, daß alle Punkte der Wertschätzungsskala über 105 bis einschließlich 110 den Anforderungen eines richtigen Preises entsprechen. Dies wäre wohl ein Irrtum. Er wird uns auch klar, wenn wir die Tauschwerber so lange in der Reihenfolge ihrer Tauschkraft paaren, als Paare gefunden werden können, bei denen die Wertschätzung des Käufers nicht unter jene des Verkäufers herabsinkt. Wir paaren die neun Käufer zu 115 mit neun Verkäufern zu 105, die zwei Käufer zu 110 mit dem verbleibenden Verkäufer zu 105 und einem Verkäufer zu 110. Erst das nächste Paar (ein Käufer zu 105 mit dem zweiten Käufer zu 110) genügt nicht mehr den Voraussetzungen. Der Preis kann nur 110 betragen und muß daher bei jener Stufe der Wertschätzungen angesetzt werden, bei der der größte Umsatz stattfindet.

Auf die Frage, wie das Verbleiben von Resten nach unserer Preisregel zu beurteilen ist, wird bei Besprechung des nächsten Beispiels eingegangen

werden. Wir wollen an dieser Stelle bloß darauf hinweisen, daß in jenen Fällen, in denen der Forderung nach Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei keiner Wertschätzungsziffer voll entsprochen werden kann, dem größten Umsatz besondere Bedeutung zukommt. Nach den obigen Erörterungen aber können wir in Übereinstimmung mit Schmalenbach<sup>1)</sup> feststellen, daß auch der „Grundsatz des höchsten Umsatzes“ mit der „Grenzpaartheorie“ in Einklang steht.

Um nach der Gleichgewichtslehre — wie oben dargestellt — nicht etwa auf unrichtige Bahnen zu kommen, wenden auch die mit der praktischen Kursermittlung an Börsen betrauten Organe dem Aufsuchen des größten Umsatzes ihr besonderes Augenmerk zu. Sie stellen daher in der Regel in erster Linie fest, bei welchen Preishöhen der größte Umsatz stattfindet. Denn nur diese Stufen der Wertschätzung allein kommen für weitere Untersuchungen in Betracht. Erst dann wird unter diesen jene Zone ermittelt, bei der sich keine Reste ergeben, oder — wenn sie sich nicht vermeiden lassen — bei der der kleinste Rest verbleibt. So folgt erst der Ermittlung der Zone des größten Umsatzes die der Grenzen des größtmöglichen Gleichgewichts.

Hinsichtlich der Begrenztheit der Wertschätzungen auf dem Markt erscheint noch eine Ergänzung notwendig. Wurde doch bisher angenommen, daß jedes Kauf- und Verkaufinteresse nur bis zu einer bestimmten Grenze, der sogenannten Wertschätzung, reicht, die für Kaufwerber die höchste, für Verkaufwerber die unterste Grenze darstellt, bei der eine Tauschabsicht noch vorhanden ist. Es muß daher auch die Frage erörtert werden, welchen Rang die „Bestens-Aufträge“<sup>2)</sup> einnehmen, die insbesondere an Börsen zahlreich anzutreffen sind und Aufträge vorstellen, bei denen keine Preisgrenze (Limit) angegeben wird. Wenngleich hier bei Kaufinteressenten außerordentlich hohe und bei Verkaufinteressenten bis nahezu an den Nullpunkt herabreichende Wertschätzungen angenommen werden können, so geschieht eine solche Auftragserteilung in Wirklichkeit doch immer in Kenntnis des betreffenden Marktes und seiner ungefähren Preise. Jedenfalls stellt aber diese Art von Begehungen und Angeboten die stärkste, auch die höchst limitierten Kauf- und niedrigst limitierten Verkaufwerbungen noch übertreffende Form der Tauschbereitschaft dar, die die Befriedigung des Tauschbegehrens an erster Stelle fordert.

Ein Beispiel wird die Stellung der Bestens-Aufträge bei der Preisbildung und nochmals einen Fall zeigen, bei dem sich ein unvermeidlicher Rest ergibt.

<sup>1)</sup> Schmalenbach: a. a. O., S. 43.

<sup>2)</sup> Das Wort „bestens“ bedeutet, daß der Beauftragte die Interessen des Kommittenten nach bestem Wissen wahren soll.

## Beispiel 3

Kaufwerbungen			Verkaufwerbungen		
5	Schlüsse	bestens	3	Schlüsse	zu (ab) 260
9	„	zu (bis) 250	5	„	„ „ 250
3	„	„ „ 248	7	„	„ „ 248
3	„	„ „ 245	5	„	„ „ 242
7	„	„ „ 240	4	„	bestens
Preis	zu kaufen	gesucht	zu verkaufen	gesucht	Umsatz
260 und darüber	5	Schlüsse	24	Schlüsse	5
250	14	„	21	„	14
248	17	„	16	„	16
245	20	„	9	„	9
242	20	„	9	„	9
240 und darunter	27	„	4	„	4

Die Bestens-Aufträge stellen sich als die stärksten, ganz unbegrenzten Kauf- oder Verkaufverlangen dar, die bei jeder Stufe der Wertschätzung zu berücksichtigen sind.

Der größte Umsatz von sechzehn Schlüssen wird bei 248 erreicht, ohne daß es bei diesem noch bei irgendeinem anderen Preise wieder möglich wäre, eine gleiche Zahl von Kauf- und Verkaufstigen zusammenzubringen. Da hier der Gleichgewichtszustand am annäherndsten erzielt wird, kann nur 248 der Preis sein. Die Kaufwerber an der Grenze, das heißt die drei Schlüsse zu 248, kommen dabei nicht voll, sondern nur teilweise zum Geschäftsabschluß. Zwei Schlüsse hievon stellen die schwächsten Käufer, der dritte den stärksten ausgeschlossenen Kaufwerber vor.

Es muß nun die Frage beantwortet werden, ob sich eine solche Lösung mit unserer Preisregel vereinbaren läßt, bzw. ob sie danach zulässig erscheint, oder ob nicht dadurch eine Änderung unseres Preisgesetzes bedingt wird. Wenn wir hier die größtmögliche Zahl von 16 Tauschpaaren bilden, so finden wir, daß die Wertschätzungen des letzten Tauschpaares bei 248 zusammenfallen. 248 bildet demnach im Sinne unserer Erklärungen die primäre Preiszone, die sich hier auf einen Punkt verkleinert. Nun hat aber der tauschkräftigste ausgeschlossene Kaufinteressent gleichfalls die Wertschätzung 248. Im Sinne unserer Ausführungen, wonach eine Paarung der Bewerber bei der Preisbildung nach ihrer Tauschstärke stattfindet, ist ein solcher Zustand leicht erklärlich. Wenn wir die höchst zulässige Zahl von 16 Tauschpaaren bilden, finden wir, daß die Kaufbegehren von drei Schlüssen zu 248 dadurch nicht zur Gänze, sondern nur im Ausmaße von zwei Schlüssen befriedigt werden können. Stellen wir uns darunter drei Kaufinteressenten mit der Nachfrage von je einem Schluß zu 248 vor, so heißt dies nichts anderes, als daß einer dieser Kaufwerber in das 17. Paar eingereiht werden muß, da er nur mit jenem Verkaufstigen gepaart werden kann, der hinsichtlich seiner Wertschätzung unter den einen

Verkauf anstrebenden Bewerbern an der 17. Stelle steht. Infolge des Umstandes, daß dieser Verkaufinteressent erst bei 250 und darüber verkaufsbereit ist, kann das 17. Paar nicht mehr zum Tausch gelangen.

Aber auch unser Preisgesetz bietet der Erklärung keine Schwierigkeiten. Denn es schließt keineswegs die Möglichkeit aus, daß sich die Wertschätzungen der Kontrahenten des letzten Tauschpaares und eines des ersten ausgeschlossenen Bewerberpaares vollkommen decken<sup>1)</sup>. Wenn die Wertschätzungen ausgeschlossener Tauschwerber nicht nur außerhalb, sondern auch innerhalb der Preiszone liegen können, warum sollte nicht auch die Wertschätzung eines ausgeschlossenen Bewerbers mit derjenigen eines Partners aus dem letzten Tauschpaar oder — wenn deren Bewertungen gleich groß sind — nicht auch mit der beider übereinstimmen können? Nur ein Fall ist ausgeschlossen. Die Wertschätzungen beider Tauschinteressenten des ersten ausgeschlossenen Paares können nie zusammenfallen; dadurch wäre schon ein neues Tauschpaar gegeben, da dieses auch für sich allein tauschfähig wäre.

Durch die umfangreichen Erörterungen, Beispiele und die Unterordnung von Komplikationen, Sonderfällen und Gebräuchen der Marktparteien unter obige grundsätzliche Erklärungen und Regeln dürfte nun der Beweis erbracht worden sein, daß das aufgestellte Preisgesetz allen Anforderungen entspricht: eine Norm zu sein, die festlegt, nach welchen Gesetzmäßigkeiten der Preis insbesondere auf dem vollständig zentralisierten Markte zustandekommt.

#### b) Die Preise auf dem mangelhaft zentralisierten Markt

Unter den Annahmen der vorangehenden Ausführungen, daß die gesamte in einem bestimmten Zeitabschnitt (z. B. an einem Tag) auf dem Markte vorhandene Nachfrage und das gesamte Angebot desselben Zeitraumes zugleich einander gegenüber treten, gelangt man zu dem Ergebnis eines einheitlichen Preises.

Ein solcher Einheitspreis kann aber keineswegs erzielt werden, wenn Angebot und Nachfrage nicht im gleichen Zeitpunkt und nicht in ihrer Gesamtheit, sondern diese oder jene Teile hiervon nach und nach einander gegenüber treten, obwohl die Einheit des Ortes oft gleichfalls besteht.

Solche Fälle sind auf allen Märkten anzutreffen, wo Waren fortgesetzt (fließend) gehandelt werden, das heißt keine zeitliche (oder auch örtliche) Konzentration von Angebot und Nachfrage, wie sie an Effektenbörsen für eine große Zahl von Papieren veranstaltet wird, besteht. Aber auch an diesen Börsen werden viele Effekten, vor allem die Terminwerte, fortlaufend gehandelt.

<sup>1)</sup> Auch Böhm-Bawerk (a. a. O., S. 385) verweist auf Fälle, in denen „die Zone, die von den Wertschätzungen der letzten noch zum Zuge kommenden und der ersten schon von der Realisierung ausgeschlossenen Bewerbungen begrenzt wird, auf einen Punkt“ zusammenschrumpft.

Dadurch ergeben sich Abweichungen der Einzelpreise von jenem hypothetischen Einheitspreis, wie er zustande kommen würde, wenn Angebot und Nachfrage insgesamt gegenübertreten<sup>1)</sup>. Je mehr sich der Markt in einzelne Teilmärkte auflöst, das heißt die zeitliche und örtliche Konzentration verlorengelht, und die Verbindung zwischen Tauschwerbern verschiedener Teilmärkte (insbesondere auch der Nachrichtenaustausch) mangelt, desto mehr werden Preisunterschiede — sogar zur gleichen Zeit — begünstigt. Es handelt sich um Fälle der Preisbildung auf ungeordneten Märkten, von denen auch Wieser<sup>2)</sup> feststellt, daß hier das Gesetz der Grenzpaare seine Wirksamkeit verliert, der Spielraum für die Preisbildung sich außerordentlich erweitert und Zufallspreise entstehen, die über oder unter der Höhe des Grenzpreises liegen<sup>3)</sup>.

Nehmen wir zunächst an, es erscheinen die in dem folgenden Beispiel angeführten Kauf- und Verkaufangebote im Markte (etwa auch an der Börse) nicht gleichzeitig, sondern es treffen die Tauschwerber paarweise nacheinander zusammen. Dann kommt für jeden durch je ein Tauschpaar bewirkten Geschäftsabschluß ein besonderer Preis zustande.

Beispiel 4

Kaufwerbungen		Verkaufwerbungen	
2 Schlüsse bestens		1 Schluß zu (ab)*	175
4 „ zu (bis)*	174	3 Schlüsse „ „	173
3 „ „ „	172	2 „ „ „	172
1 „ „ „	171	4 „ „ „	171
2 „ „ „	169	1 Schluß „ „	170
1 Schluß „ „	168	3 Schlüsse bestens	

Die Interessenten bilden beispielsweise folgende Tauschpaare:

Kaufangebote	Verkaufangebote	vereinbarter Preis	Umsatz
{3 Schlüsse zu 174 mit	3 Schlüssen zu 173	173	3
{1 Schluß „ 174 „	1 Schluß „ 170	171,50	1
{1 „ „ 172 „	1 „ „ 172	172	1
{2 Schlüsse „ 172 „	2 Schlüssen „ 171}	171,50	2
1 Schluß „ 171 „	1 Schluß „ 171}	171	1
2 Schlüsse bestens „	2 Schlüssen bestens}	170	2
1 Schluß zu 169 „	1 Schluß „ }	169	1
			11

\*) Die Worte „bis“ bzw. „ab“ sollen andeuten, daß die angegebenen Limite bei Kaufwerbungen die Obergrenze, bei Verkaufwerbungen die Untergrenze der Tauschbereitschaft vorstellen.

<sup>1)</sup> Vgl. auch Schmalenbach: Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik, S. 46f. Leipzig. 1926.

<sup>2)</sup> Wieser: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl., S. 140. Tübingen. 1924.

<sup>3)</sup> Ausführlich behandelt in Meithner: Die Preise bei mangelhafter Konzentration von Angebot und Nachfrage. Wien. 1929.

Die übrigen Tauschwerber konnten keine geeigneten Gegenkontra-  
henten finden.

Wenngleich die Einzelpreise ganz verschieden hoch sind, entsprechen sie doch der Regel für den isolierten Tausch<sup>1)</sup>. Vom Einheitspreis aber, der 172 betragen müßte, weichen sie zum Teil nicht unbeträchtlich ab; auch ist die Höhe des erzielten Umsatzes größer als beim Zustandekommen eines Einheitspreises.

Der Umsatz muß aber noch zunehmen, wenn die tauschstärksten Kaufwerber mit den tauschschwächsten Verkaufstüchtigen, sodann die nächst tauschkräftigen Kaufwilligen mit den nächst tauschschwächsten Verkaufinteressenten usw. im Markte erscheinen, das heißt die Käufer in der Reihenfolge vom tauschstärksten zum -schwächsten, dagegen die Verkäufer in der Anordnung von tauschschwächsten zum -stärksten Tauschpaare bildend (soweit dies überhaupt möglich ist) nach einander zum Zuge kommen. Dadurch ergibt sich auf Grund des obigen Beispiels das folgende Zusammentreffen von Tauschinteressenten:

{1	Käufer bestens mit	1	Verkäufer zu	175	Preis z. B.	175
{1	„ „ „ „	1	„ „ „	173	„ „ „	174
{2	„ „ zu 174	„	2 Verkäufern „	173	„ „ „	173,50
{2	„ „ „ 174	„	2 „ „	172	„ „ „	173
3	„ „ „ 172	„	3 „ „	171	„ „ „	172
1	„ „ „ 171	„	1 Verkäufer „	171	„ nur	171
2	„ „ „ 169	„	2 Verkäufern bestens*)	}	„ z. B.	169
1	„ „ „ 168	„	1 Verkäufer „	}	„ „ „	167,50
13			13			

\*) Der Verkaufwerber zu 170 muß ausscheiden, da für ihn, mit Rücksicht auf seine Stellung in der Reihe, kein tauschkräftiger Gegenpartner gefunden werden kann.

Es wird dabei ein Umsatz von 13 Schlüssen erzielt, das ist der größte, der überhaupt möglich ist.

Wenn dagegen die Paarung im Sinne der Bildung von Einheitspreisen ins Auge gefaßt wird, finden wir, daß hier die Tauschwerber nicht im entgegengesetzten, sondern im gleichen Tauschstärkeverhältnis geordnet erscheinen. Denn auf das Paar der tauschstärksten Bewerber folgt das der zweittauschstärksten usw.

So führt das entgegengesetzte Reihungsprinzip hinsichtlich der Größe des Umsatzes zu dem entgegengesetzten Ergebnis: Während sich bei der Paarung der Tauschwerber mit entgegengesetztem Tauschstärkegrad der größte Umsatz ergibt, liefert die gleichrangige Paarung den geringsten Umsatz (von neun Schlüssen)<sup>2)</sup>. Wohl darf nicht außer acht gelassen werden, daß sich im freien (fließenden) Handel nur selten Kombinationen ergeben werden, wie sie dem Prinzip der Paarung nach

<sup>1)</sup> Vgl. S. 30 f.

<sup>2)</sup> Über weitere Einzelheiten siehe Meithner: a. a. O., insbesondere S. 9 ff.



Tauschstärke entgegengesetzten Ranges entsprechen. Aber auch dann, wenn dieses Ideal des größten Umsatzes nicht oder nicht vollständig zu erreichen ist, wird der Umsatz, sofern die Paarung nicht gerade zufällig wieder der entgegengesetzten Anordnung (wie beim Einheitspreis) entspricht, zumeist größer sein, als er sich bei zwangsweiser Bildung eines Einheitspreises ergibt.

Die Art der Paarung von Tauschwerbern auf dem dezentralisierten, aufgelösten Markt ist aber auch nicht belanglos für das Abweichen der Einzelpreise vom hypothetischen Einheitspreis. Können trotz freier Preisbildung durch die einzelnen Tauschpaare bei gleichrangiger Reihung die Einzelpreise äußerstenfalls (zufällig) durchwegs mit dem gedachten Einheitspreis übereinstimmen, so wird dagegen die Paarung im entgegengesetzten Tauschstärkeverhältnis bei einiger Staffellung der Tauschgebote Abweichungen bedingen, da hier sowohl Tauschwerber miteinander Paare bilden, deren beiderseitige Wertschätzung über dem Einheitspreis liegt, als auch solche, deren äußerste Wertschätzung den Einheitspreis nicht erreicht, so daß der Einzelpreis im ersten Falle höher, im letzten niedriger sein muß als der Einheitspreis<sup>1)</sup>.

Nun liegen die Verhältnisse auf den Märkten, insbesondere auf Großmärkten, nicht so, daß in der Regel einem Kaufinteressenten nur ein Verkaufwerber tauschwirksam gegenübersteht, oder einem Verkaufslustigen nur ein Kaufwilliger, sondern ein Tauschinteressent wird zumeist mit einer Mehrzahl im entgegengesetzten Sinne tauschbereiter Bewerber zusammentreffen. Dann aber bildet sich der Preis — sofern der Tauschinteressent (z. B. Käufer) nicht auch auf seiten der eigenen Marktpartei (z. B. der Käufer) Mitbewerber findet — nach den Regeln bei einseitiger Konkurrenz. Für den Fall beiderseitigen Wettbewerbes dagegen darf nicht ohne weiteres angenommen werden, daß der Einzelpreis durch das Grenzpaar, das sich nach dem jeweiligen Stande von Angebot und Nachfrage ergibt, bestimmt wird. Hier entscheidet, wie ich mich in meiner Arbeit „Die Preise bei mangelhafter Konzentration von Angebot und Nachfrage“ (S. 17ff.) nachzuweisen bemühte, nicht das Grenzpaar, sondern dasjenige Paar von Tauschwerbern, die sich im Preiskampf jeweils am tauschfähigsten gegenüberstehen. Bietet z. B. der Käufer 35, wogegen der Verkäufer 36 verlangt, so kann, solange beide ihre Anbote nicht ändern, der folgende Preis nicht unter 35 und nicht über 36 liegen, wenn auch die Wertschätzungen des Grenzpaares höher oder niedriger sind. Erst das Ausscheiden des bezeichneten Paares aus dem Markte (vielleicht infolge eines Kaufabschlusses zu 35, 36 oder dazwischen) oder die Änderung des Angebotes eines dieser Tauschinteressenten bewirkt, daß sich durch andere Anbote wieder ein neuer Preisspielraum bildet,

<sup>1)</sup> Vgl. Meithner: a. a. O., S. 14ff.

der im gegebenen Zeitpunkt für den nächsten Preis maßgebend ist. Da hier die Konkurrenz nicht richtig zur Wirkung gelangt, kann man mit Schmalenbach<sup>1)</sup> geradezu von einer „fehlerhaften Preiswirkung“ sprechen.

Auf übersichtlichen und geordneten Märkten aber, wie sie uns namentlich in Großmärkten und darunter insbesondere in den Börsen entgegentreten, wirken auch Einflüsse auf die Höhe des Preises und in der Richtung nach Beschränkung der Preisschwankungen, die bisher noch nicht besprochen wurden. Von besonderer Bedeutung hierfür ist die Konzentration von Angebot und Nachfrage bei bestimmten Personen (Maklern und Händlern), die diesen — infolge des Zusammenströmens zahlreicher Aufträge bei ihnen und deren ständiger Fühlungnahme mit maßgebenden Interessenten — einen Überblick über die jeweilige Marktlage im allgemeinen und die Preisgebote in einzelnen Waren im besonderen gewährt, Abweichungen vom hypothetischen Einheitspreis nur in geringem Maße zuläßt und ein rascheres Hinstreben zu diesem Preis ermöglicht<sup>2)</sup>.

Infolge dieser Teilkonzentrationserscheinungen müssen auch nicht alle Aufträge, die den Maklern und Kommissionären zugegangen sind, im Markte (vor allem an der Börse) zur Ausführung gelangen, denn oft wird sich eine Kompensation zwischen Kauf- und Verkaufsaufträgen als möglich erweisen. Davon machen bekanntlich auch Banken im weitgehenden Maße Gebrauch und bringen an der Börse nur die nach der jeweiligen Kurslage verbleibenden Spitzen (Salden) zur Durchführung<sup>3)</sup>.

So gestattet das Vorhandensein von Teilkonzentrationen bei bestimmten Personen einerseits eine gewisse Übersicht über den Markt und gibt dadurch die Möglichkeit, dem Einheitspreis als richtigem Preis sicherer zuzustreben, andererseits hat sie jedoch infolge ihrer Konzentrationswirkung — entsprechend den obigen Ausführungen — eine Verringerung des Umsatzes zur Folge.

Die erhaltenen Aufträge aber, die wegen der früheren Kursgestaltung nicht ausführbar waren, bewirken, daß Makler und Kommissionäre geradezu Hüter der vorangegangenen Preise werden, in dem Sinne, daß sie nach eingetretene Gleichgewichtszustand im Markte bei Einsetzen der Nachfrage zu höheren Preisen mit ihrem Angebot (den noch nicht ausgeführten Verkaufsaufträgen), bei Verkaufgeboten zu niedrigeren Preisen mit ihrer Nachfrage (aus bisher unausführbaren Kaufaufträgen) hervortreten.

<sup>1)</sup> Schmalenbach: Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik, S. 47. Leipzig. 1926.

<sup>2)</sup> Meithner: a. a. O., S. 20ff.

<sup>3)</sup> Siehe hierzu auch die Beispiele in meiner mehrfach genannten Schrift: Die Preise bei mangelhafter Konzentration von Angebot und Nachfrage, S. 23ff.

Da aber der Gleichgewichtszustand trotz allen Teilkonzentrationserscheinungen bei stark gehandelten Verkehrsgegenständen (z. B. Termin-effekten) auf dem offenen Markte, das heißt bei fließendem Handel, oft erst auf Umwegen gefunden werden könnte, ist an zahlreichen Effektenbörsen, insbesondere den größeren des deutschen Systems, die Einrichtung getroffen, daß der erste Kurs (ebenso wie der Schlußkurs) von Maklern (in Wien und Prag von besonderen Vertrauensleuten) nach dem Prinzip des Einheitspreises ermittelt wird. Erst daran schließt sich der offizielle fließende Handel, der sogenannte Handel zu variablen (fortlaufenden) Kursen.

#### 4. Die Einheitlichkeit der Preise

Mit Rücksicht darauf, daß in Theorie und Praxis oft von einer Einheitlichkeit des Preises gesprochen wird, ist zu untersuchen, inwieweit solche Anschauungen begründet sind. Lehrt doch die Erfahrung, daß dort, wo nicht die Bildung von Einheitspreisen anzutreffen ist, die einzelnen Preise auf den Märkten auch an einem und demselben Tage mitunter nicht unwesentlich abweichen, obwohl ihre Bildung vielleicht in demselben Raum oder an derselben Stelle erfolgt, wie z. B. an Effektenbörsen für Terminwerte und solche Papiere, die auf gleiche Art gehandelt werden.

Wenn von einer Einheitlichkeit des Preises die Rede ist, können insbesondere zwei Betrachtungen unterschieden werden: eine, die die Preise gleicher Waren in demselben Zeitpunkt ähnlich wie durch eine Momentphotographie festhält und vergleicht und die Übereinstimmung der Preise auf einem bestimmten Markt oder auf verschiedenen Märkten, das heißt die Preise auf ihre lokale oder auch interlokale Einheitlichkeit hin untersucht, ferner eine andere, die die Einheit der Preise in der Zeit, das heißt insbesondere in kürzeren Zeitabschnitten auf eine gewisse Beständigkeit prüft, aber auch in längeren Zeitabschnitten ihre Veränderungen oder, mit anderen Worten, die Preisentwicklung verfolgt. Die erstere kann man als statische, die letztere als dynamische Einheitlichkeit bezeichnen.

Wenn für beide Betrachtungsarten zum Teil auch verschiedene Erscheinungen von Bedeutung sind, haben sie dennoch viele Voraussetzungen gemein. So wird die Einheitlichkeit der Preise (wie schon aus früheren Darlegungen hervorgeht) nach beiden Richtungen hin um so größer sein, je straffer die in Betracht kommenden Märkte organisiert und zentralisiert sind, oder wenigstens je geordneter und übersichtlicher sich der Marktverkehr abwickelt und die Preisbildung erfolgt.

Wenn wir daher zunächst nur gut organisierte Märkte, wie Großmärkte oder insbesondere die Börsen betrachten, finden wir, daß auch hier eine annähernde Einheit des Preises nur gefordert werden kann,

sobald es sich um vollkommen fungible Waren handelt, da auch verschiedene Qualitäten der gleichen Ware untereinander in sehr ähnlichem Zusammenhange stehen wie verschiedene Waren, die einander ersetzen können.

Unter dieser Voraussetzung ist festzustellen, daß in Ansehung der Aufeinanderfolge der Preise die auf solchen reichbesetzten Märkten zutage tretenden Wertschätzungen für eine Ware in der Regel sehr nahe beisammen liegen, da die vorausgegangenen Preise von großer Bedeutung dafür sind, wieviel der einzelne im Rahmen seiner äußersten Wertschätzungen fordert oder sich zu geben bereit erklärt<sup>1)</sup>. Daher knüpft auch ein Preis an den anderen an, und es entstehen ganze Preisreihen<sup>2)</sup>. Ferner wirken indifferente Nachfrage und indifferentes Angebot ähnlich wie das auf Seite 56 erörterte Eingreifen von Vermittlern und Kommissionären auf Grund früher erhaltener limitierter Aufträge gleichfalls größeren Preisverschiebungen entgegen. Dieser Sachverhalt verhindert allzu häufige größere Preisschwankungen und bestärkt in der Meinung, daß nur derjenige zum Tausch gelangen kann, dessen mitgeteilte Bewertungen den jeweiligen Preisen sehr nahe liegen. Es erscheint daher mit Recht zulässig, von einer Einheitlichkeit im Sinne einer Kohäsion der Preise, insbesondere einer Anziehungskraft der vorangegangenen Preise, zu sprechen. Dadurch zeigt sich auch der Marktpreis nicht als ein zufälliges Einzelergebnis, sondern als Folge der Verbindung aller Einzelwirtschaften durch das Mittel des Marktes.

Auf Märkten, auf denen Personen tonangebend sind, die sich berufsmäßig mit der Produktion oder dem Handel befassen, wird auch eine gewisse Übereinstimmung der Preise mit anderen Märkten erzielt, indem jeweils dort gekauft wird, wo die Preise niedrig, und dort verkauft wird, wo sie hoch stehen. Im Dienste dieser Ausgleichsbestrebungen steht insbesondere auch die Arbitrage. Dadurch erfolgt mit Hilfe des modernen Nachrichtenverkehrs eine rasche Nivellierung der Preise auch zwischen weit entfernten Märkten. Schließlich muß noch der preisebnenden Wirkung der wirtschaftlich gerechtfertigten Spekulation gedacht werden, die in der Zeitfolge eine Vereinheitlichung der Preise fördert.

Wird auch die interlokale Einheit des Preises nur in einem weiteren Sinne, unter Einräumung eines gewissen Spielraumes aufgefaßt, und auf markthabende vertretbare Verkehrsgegenstände beschränkt, so ist sie — soweit nicht örtliche Entfernungen und Staatsgrenzen (insbesondere bei naturalen Waren infolge der Zölle) die Vereinheitlichung hindern — doch nur auf Märkten gleicher Stufe, und zwar vor allem auf Groß-

<sup>1)</sup> Vgl. Meithner: Die Preise bei mangelhafter Konzentration von Angebot und Nachfrage, S. 30f. Wien. 1929.

<sup>2)</sup> Ebenso Mellerowicz: Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre, S. 60. Berlin. 1926.

märkten, möglich<sup>1</sup>). Denn zwischen den Märkten verschiedenen Ranges müssen sich Preisunterschiede schon deshalb ergeben, damit der auf dem nächsten Markte verkaufende Händler durch einen Preisspielraum die Möglichkeit hat, nicht nur seine Unkosten zu decken, sondern — wenigstens in der Regel — auch einen angemessenen Gewinn zu erzielen.

Während jedoch die Tauschwerber auf Märkten höherer und höchster Stufe trachten, den größtmöglichen Gewinn zu erlangen, verabsäumen es die Käufer auf dem Detailmarkt nicht selten, das Maximum an Tauschvorteil zu suchen; oft mangelt ihnen auch die nötige Sachkenntnis, die Zeit oder der Wille dazu<sup>2</sup>). Dennoch ist der Detailmarkt der einzige, auf dem es eine unmittelbare, subjektive Wertschätzung (durch die Konsumenten) gibt. Denn auf allen Märkten höherer Stufe äußern sich bloß übertragene Wertschätzungen. Daher sagt auch Zuckerkandl<sup>3</sup>): „Die im Großverkehr sich ergebenden Durchschnittspreise bestimmen sich nach den Preisen, die die Konsumenten unter den jeweils gegebenen Umständen zu zahlen gesonnen sind.“

Wenngleich bei Effekten keine nennenswerten Preisunterschiede zwischen dem Großmarkt der Börse und dem Kleinmarkt bestehen<sup>4</sup>), der bei den Banken oder auch an der Börse durch den Handel in einzelnen Stücken anzutreffen ist, so zeigt sich auch hier der Einfluß der großen Masse des Publikums, das durch seine beauftragten Banken und Bankiers an der Börse vertreten ist. Dagegen bietet die Effektenbörse gegenüber anderen Großmärkten den Unterschied, daß sie für zahlreiche Kapitalanlage-Suchende schon den letzten und zugleich einzig maßgebenden Markt repräsentiert, weshalb bei Effekten Preisunterschiede infolge der Märkte verschiedener Stufen weniger in Betracht kommen.

Zusammenfassend kann daher festgestellt werden, daß eine Einheitlichkeit des Preises nur bei vertretbaren Verkehrsgegenständen auf Märkten gleicher Stufe bestehen kann und um so größer sein wird, je mehr der in Frage kommende Markt zentralisiert und übersichtlich ist. Die interlokale Preiseinheit, die auch eine ständige Verbindung der Märkte und Teilmärkte untereinander erfordert, wird namentlich durch den Fortfall von Kosten, die sich aus der Überwindung der Ortsverschiedenheit der gehandelten Waren ergeben, gefördert. In demselben Grad als den angeführten Bedingungen entsprochen wird, verringern

<sup>1</sup>) Meithner: a. a. O., S. 34ff.

<sup>2</sup>) Weitere Einzelheiten über Detailmärkte bei Meithner: a. a. O., S. 35ff.

<sup>3</sup>) Zuckerkandl: Art. „Preis“ (Theorie), Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1010.

<sup>4</sup>) Sofern die Banken nicht ebenso wie im Kommissionsgeschäft außer Courtage, Umsatzsteuer und einer geringen Provision Kurse des letzten Börsentages (oder wenigstens in diesem Rahmen) zur Anrechnung bringen, berechnen sie Preise, die von den jeweiligen Börsenkursen nur wenig abweichen.

sich auch in der Zeit sprunghafte Abweichungen der Einzelpreise von der jeweils eingeschlagenen Preisrichtung, doch ist auch eine wirtschaftlich gerechtfertigte Spekulation für eine ruhige Preisentwicklung unerlässlich. So zeigen denn die gleichzeitig vorhandenen lokalen und interlokalen Preisunterschiede bzw. deren Schwinden den Grad der Preiseinheit im eigentlichen Sinne, dagegen die temporären Preisveränderungen auf ihre Art ein mehr oder minder richtiges Bild von der Dynamik der Wirtschaft.

## V. Der Zusammenhang der Preise

Schon bei Erklärung der Grundtendenzen der Preisbildung wurde darauf hingewiesen, daß die Wirtschaftssubjekte die Güterarten zum weitaus überwiegenden Teil nach einem gewissen Plan erwerben und der Erwerb eines jeden Gutes schließlich bei gewissen Grenzpunkten aufhört. Dieser Fall tritt dann ein, „wenn seine Menge in einem bestimmten Verhältnis zu den Mengen der anderen Güter steht, die im wirtschaftlichen Bereich des Wirtschaftssubjektes liegen“<sup>1)</sup>. Dadurch kommt ein besonderer Gleichgewichtszustand zum Ausdruck, der in der modernen Wirtschaft durch das Einkommen der einzelnen Wirtschaftssubjekte in den Preisen verankert, auf den Preisen aufgebaut ist. Bei jedem Preis wird jener höchste Grad der Bedürfnisbefriedigung erreicht, der für den einzelnen infolge der gegebenen Wirtschaftskraft bei diesem Preise möglich ist<sup>2)</sup>.

Mit Rücksicht auf die Verbundenheit der einzelnen durch den Markt hängen in der modernen Verkehrswirtschaft die oben erwähnten Grenzpunkte eines jeden Wirtschaftssubjektes auch von den entsprechenden Grenzpunkten aller anderen Wirtschaftssubjekte ab. Es werden dadurch die Verhältnisse der Gütermengen untereinander, die sich bei gleichbleibenden Voraussetzungen einbürgern und erhalten werden, aber auch die Produktions- und Konsumtionskombinationen, die auf die Bedürfnisse und Wirtschaftsmöglichkeiten zurückgehen, wenig veränderlich und im allgemeinen geradezu dauerhaft. Da alle einzelnen Erscheinungen hiervon in Wechselbeziehungen zueinander stehen und von einander abhängen, beruht nicht nur jeder Preis auf einem bestimmten Verteilungszustand aller Güter, sondern auch ein bestimmter Verteilungszustand auf bestimmten Preisen.

Die Folge der Preisveränderung eines Genußgutes besteht gewiß in der Tatsache, daß alle Haushaltungen davon betroffen werden und insbesondere bei jenen mit niedrigen Einkommen, bei denen sie ver-

<sup>1)</sup> Schumpeter: Wesen und Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie, S. 130.

<sup>2)</sup> Vgl. hierzu Schumpeter: a. a. O., S. 206ff.

hältnismäßig schwerwiegend ist, auch zu einer Einschränkung in der Nachfrage nach anderen Genußgütern führen wird, weshalb bei genügender Massenhaftigkeit einer solchen Erscheinung die Preise anderer Genußgüter sinken werden. Durch diese Preisveränderung aber wird wieder das Einkommen anderer Gruppen von Haushaltungen beeinflusst, so daß sich dadurch die Preisbewegung fortsetzen kann. Allerdings werden die Auswirkungen bei den einzelnen Haushaltungen ganz verschieden sein und bei den einen stark, bei anderen nur wenig in Betracht kommen.

Wir glauben aber, nicht fehlzugehen, wenn wir ähnliche Wirkungen auch für Güter der Kapitalanlage, insbesondere auch für Preisveränderungen bei Effekten, annehmen, und zwar nicht nur derart, daß jede Preisänderung einer Gruppe von Effekten Wechselwirkungen bei allen übrigen Gruppen auslöst, sondern auch auf alle anderen Mittel der Kapitalanlage wirkt. Sogar noch darüber hinaus können Zusammenhänge festgestellt werden, indem eine Steigerung der Genußgüterpreise auch die Preise des Kapitalmarktes bei entsprechend starker Auswirkung ermäßigen kann. Ebenso darf auch ohne weiteres angenommen werden, daß z. B. infolge erhöhten Spartriebes der Bevölkerung die Effektenpreise steigen, wogegen die Preise mancher leicht entbehrlicher Genußgüter eine Senkung erfahren. Daß solche Feststellungen nur unter der Annahme gleichbleibender Verhältnisse, insbesondere auch einer gleichbleibenden Gesamtsumme der Einkommen, gelten können, soll hervorgehoben werden. Das heißt aber auch, daß für den Fall, als die Preise des Kapitalmarktes unter diesen Voraussetzungen während längerer Zeiträume betrachtet werden, die Produktion von Papieren der Kapitalanlage gleichfalls in unveränderlichem Maße angenommen werden muß.

Eine gegenseitige Abhängigkeit der Preise besteht aber nur beim Gleichgewichtsstand aller Preise, nur im Rahmen statischer Wirtschaftsverhältnisse. Wir stellen damit bewußt einen Idealzustand dar, und zwar deshalb, da die Wirklichkeit mit ihren vielen Abweichungen und minutiösen Einzelheiten nicht genau erfaßt und dargestellt werden kann.

Die Weiterwirkung einer Preisbewegung setzt Veränderungen in größerem Ausmaße voraus, da sich die Folgebewegungen mit zunehmender Entfernung vom Ausgangspunkt immer mehr abschwächen und im Einzelfall keineswegs alle Preise berühren<sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Zum Teil ausführlichere Darstellungen finden sich bei Zuckerkandl: Art. „Preis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1015ff., Schumpeter: a. a. O., S. 127ff., und Heller: Theoretische Volkswirtschaftslehre, S. 82ff.

## Besonderer Teil

**Die Preisbildung an der Effektenbörse****I. Aufgaben der speziellen Preislehre**

Da schon im allgemeinen Teil dieses Buches die Probleme behandelt wurden, die der Preisbildung aller Verkehrsgegenstände gemein sind, erübrigt sich für den folgenden Teil nur noch die Darstellung jener besonderen Einflüsse, unter denen die Preisbildung an der Effektenbörse vor sich geht.

Es scheint daher noch erforderlich, vor allem auf den Geld- und Kapitalmarkt näher einzugehen, in dem die Effekten als Kapitalgüter verankert sind, ebenso auf die Eigenart der Effekten als Gegenstand der Preisbildung. Sodann sollen die Institution der Effektenbörse und im einzelnen alle Einflüsse erörtert werden, die von den Effekten als Mittel der Kapitalbildung, den Interessentengruppen und organisatorischen Einrichtungen der Börse auf die Bildung des Effektenpreises einwirken.

**II. Der Geld- und Kapitalmarkt**

Ebenso wie es Märkte für Genuß- und Produktionsmittel gibt, muß es auch einen Geld- und Kapitalmarkt geben, der in dem Sinne zu verstehen ist, daß hier momentan müßige Kaufkraft gehandelt wird, sei es daß sie in Geldform schon irgendwo vorhanden ist oder von Banken in Form von Krediten geschaffen wird<sup>1)</sup>. Wenn wir auf diesem Markte wieder genauer unterscheiden, so muß unter Geldmarkt der Markt für kurzfristige und unter Kapitalmarkt der für langfristige Leihkapitalien verstanden werden<sup>2)</sup>. Dabei sind Leihkapitalien im weitesten Sinne aufzufassen, nämlich in Geldform verfügbare Kapitalien, mit denen nicht gerade eine „Kreditgewährung“, sondern irgendeine rentenbringende Verwendung beabsichtigt ist.

Während auf dem Geldmarkt die Anlage von Geldkapitalien<sup>3)</sup> in kurzfristigen Geschäften gesucht wird und sich auch die Nachfrage

<sup>1)</sup> Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., S. 201 ff.

<sup>2)</sup> Prion: Kreditpolitik, S. 20; Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege, S. 7; Geldmarktlage und Reichsbankpolitik, S. 3; Walb: Die Börse als Organ der Wirtschaft. Betriebswirtschaftliche Rundschau, 1. Jahrg., S. 244.

<sup>3)</sup> Es muß betont werden, daß es sich nicht nur um Geldzeichen, sondern auch um alle Arten auf Geld lautender sofort fälliger Forderungen handelt. Die Ausdrücke Geldmarkt und Geldkapital weisen daher nur auf diese flüssigste Kapitalform hin.



nur auf Verwendungsmöglichkeiten von kurzer Dauer erstreckt<sup>1)</sup>, begegnen sich auf dem Kapital- oder Anlagemarkt die auf längere Zeit Anlage und zumeist auch einen Ertrag suchenden Sparkapitalien mit der Nachfrage nach Kaufkraft, deren Rückerstattung in Geld erst nach langer Zeit oder überhaupt nicht beabsichtigt ist. Beide Märkte, sowohl der Geld- als auch der Kapitalmarkt, müssen als Kapitalmärkte angesehen werden, an denen „bestimmte Kapitalgattungen, die zum Teil noch in der ursprünglichen Erscheinungsform als Geld auftreten, marktmäßig gehandelt werden“<sup>2)</sup>. Nur auf diesem Unterschied der Kapitalgattungen beruht die Scheidung des Kapitalmarktes in der soeben erörterten weiteren Bedeutung in einen Geldmarkt und einen Kapitalmarkt engeren Sinnes. In der Anlage von Geld auf dem Geldmarkt kommt der Gedanke der Bereithaltung von Geldkapital, dagegen in der Anlage auf dem Kapitalmarkt ein Verzicht auf eine solche Bereithaltung und das Vorherrschen des Ertragszweckes von langer Dauer zum Ausdruck<sup>3)</sup>. Unterliegen auf jenem die Geldkapitalien einem kurzfristigen Leihprozeß, so haben auf dem engeren, allgemein so genannten Kapitalmarkt die Kapitalien die Warenform von Besitztiteln angenommen, „die eine Forderung oder einen Vermögensanteil dokumentieren, und an dem sie keinen Leih-, sondern einen Kaufprozeß<sup>4)</sup> durchmachen“<sup>5)</sup>. Ein Unterschied zwischen diesen beiden Teilmärkten des Kapitalmarktes im weiteren Sinne besteht auch in dem Preismaßstab, den für den Geldmarkt nur der Zins, für den Kapitalmarkt im engeren Sinne vor allem der Kurs vorstellt, der wohl selbst wieder mit den auf diesem Markte herrschenden Zinssätzen zusammenhängt.

Eine genaue Scheidung dieser beiden Teilmärkte erscheint aber in den meisten Ländern, vor allem in Deutschland und den Sukzessionsstaaten, dadurch unmöglich, daß oft langfristig verfügbare Spargelder wenigstens vorübergehend auf dem Geldmarkt Verwendung finden, und zum Teil auch Geldkapital, das nur für kurze Zeit verliehen werden sollte, dennoch auf dem Kapitalmarkt langfristige Bindungen eingeht. Hier ist insbesondere der Ankauf von Obligationen und Aktien, sowie die Gewährung langfristiger Kredite durch Banken aus jederzeit abhebbaren Einlagegeldern zu erwähnen; doch können auch langfristig gewordene

<sup>1)</sup> Hierzu gehören insbesondere die Diskontierung von Wechseln, die Gewährung von Lombarddarlehen, von Reportgeldern, von Ultimo- und Taggeldern und die Gewährung sonstiger kurzfristiger Kredite (insbesondere Kontokorrentkredite) im Bankverkehr.

<sup>2)</sup> Lansburgh: Der Geldmarkt und die Reichsbank. Die Bank, S. 195. 1926.

<sup>3)</sup> Scheffler: Zur Begriffsbildung von Vermögen und Kapital, Zeitschr. f. Betriebswirt., S. 772. 1928.

<sup>4)</sup> Gesperrt vom Verfasser.

<sup>5)</sup> Lansburgh: a. a. O., S. 195.

(Kontokorrent-) Kredite durch Umwandlung der gewährten Darlehen in Effektenkredit oder Teilhabereffekten und deren Verkauf wieder flüssig gemacht, das heißt in Geldkapital rückverwandelt werden.

Als Geschäfte des Kapitalmarktes kommen nur die Geschäfte in Effekten, ferner die Hypothekengeschäfte und etwa noch die Beteiligungen an Unternehmungen in Betracht. Doch erstreckt sich der Begriff des Kapitalmarktes im engsten Sinne bloß auf den des Effektenmarktes. Nur dieser stellt einen streng organisierten Markt vor, wozu die Fungibilität seiner Waren die unerläßliche Voraussetzung bildet.

Sind auch Geld- und Kapitalmarkt voneinander nicht streng getrennt und mannigfache Verbindungskanäle vorhanden, die gleichsam bis zu einem gewissen Grade für einen Niveauausgleich Sorge tragen, so sind es doch die Fristen der verfügbaren Geldkapitalien und zumeist auch die Ertragsverhältnisse, wodurch sie sich praktisch unterscheiden. Die Verzinsung wirkt dabei als Regulator der einzelnen Märkte, indem z. B. bei fehlender Nachfrage nach langfristigem Kapital die Geldkapitalien vom Anlagemarkt auf den Geldmarkt abfließen, um hier wenigstens vorübergehend einträglichere oder überhaupt Verwendung zu finden. Wird dadurch auf diesem Markte der Zinsfuß allzustark herabgedrückt, dann wandern sie wieder zurück auf den Kapitalmarkt und werden — wenn sich dort die Verhältnisse nicht geändert haben — auch auf diesem Markt eine perzentuelle Ermäßigung der Zinserträge bewirken. Dagegen kann auch eine unbefriedigte starke Nachfrage nach langfristigen Krediten Geldkapitalien, deren Anlage auf dem Geldmarkt beabsichtigt oder bereits erfolgt war, unter besonderen Voraussetzungen — wie z. B. bei Aussicht auf baldiges Wiederabstoßen der Anlagen — dem Kapitalmarkt zuführen. Dadurch wird zwischen Geld- und Kapitalmarkt eine Wechselwirkung der Zinshöhen und bis zu einem gewissen Grade auch eine Angleichung der Erträge bewirkt.

Solche Wechselwirkungen sind noch in erhöhtem Maße zwischen den Teilmärkten, namentlich auch jenen der Börse (z. B. dem Markt für Renten, Industrieobligationen, Bankaktien, Aktien der Schwerindustrie usw.), anzutreffen und für die Preisbildung von besonderer Bedeutung. Dadurch, daß für jeden Risikograd Geldkapitalien unter Forderung bestimmter Mindesterträge oder Ertragsaussichten angeboten werden, wird ein Ausgleich der Erträge auf gleicher Sicherheitsstufe der Kapitalanlage erzielt.

Bei Bestimmung von Preis und Zins der Effekten kann den Käufern insofern die Führung zugestanden werden, als sie es sind, denen die freie Wahl zusteht, ob sie ihr Geldkapital überhaupt in Effekten und in welchen Arten anlegen wollen, während die Verkäufer der bereits einmal emittierten Titres nur die Möglichkeit haben, ihre Effekten zu

jenen Preisen, die ihnen von den Kaufwerbern geboten werden, zu veräußern oder aber weiter zu behalten und daher auf den Verkauf zu verzichten. Hier muß ferner auch die Begrenztheit des Vorrates in besonderem Maße in Betracht gezogen werden, der nur durch Neuauisgabe von Effekten eine Erweiterung erfährt. Durch Neuemissionen aber wird der bestehende Gleichgewichtszustand, der mit Rücksicht auf die Dynamik der Wirtschaft wohl nur als ein Augenblickszustand aufgefaßt werden darf, wenigstens für den gegebenen Zeitpunkt gestört und — falls nicht durch die Emittenten, die Spekulation oder durch neue Kapitalbildung diesen Folgeerscheinungen entgegengearbeitet wird — bewirkt, daß auch weniger tauschfähige Käufer als bisher herangezogen werden müssen, die höhere Erträge bzw. größere Sicherheiten verlangen werden, um die Neuemission unterzubringen.

Es darf auch nicht unterlassen werden, darauf hinzuweisen, daß der Umfang, in dem Geldkapitalien angeboten werden, sehr namhaften Schwankungen unterliegt. Ebenso ändert sich auch das Verhältnis zwischen Geldangebot und Geldnachfrage.

So finden wir, daß Geldkapital z. B. dann stark begehrt wird, wenn hohe Güterpreise die Produktion rentabel erscheinen lassen. Zunächst wird aber oft, sobald die einzelnen Bevölkerungsklassen an die Einhaltung eines bestimmten Lebensstandards gewohnt und gezwungen sind, auf dem Gütermarkt hohe Preise zu bezahlen, das Geldangebot gering sein. Erst das Steigen des Zinssatzes, das sich bei Neuemission von Obligationen im Zinsfuß direkt oder ebenso wie bei der Ausgabe von jungen Aktien in niedrigen Kursen ausdrückt, wird auf dem Kapitalmarkt verstärktes Angebot an Kaufkraft, aber zumeist auch eine Einschränkung der Nachfrage bewirken. Wenn dagegen bei niedrigen Güterpreisen die Konsumenten in der Lage wären, viel Geld auf dem Kapitalmarkt anzubieten, wird ihnen infolge eines herrschenden niedrigen Zinsfußes hiezu oft wenig Anreiz geboten, weshalb sie zu weiteren Käufen auf dem Gütermarkt veranlaßt werden. Auch der Grad der Spartätigkeit kann eine Veränderung der Kaufkraft nach sich ziehen. Bewirkt die verstärkte Sparneigung der Bevölkerung eine Geldabwanderung vom Gütermarkt, so wird sich hier infolge einer auf das Überangebot an Waren zurückzuführenden Preisermäßigung die Kaufkraft heben, dagegen auf dem Kapitalmarkt infolge der großen Menge zur Verfügung stehender Geldkapitalien senken. Verminderte Spartätigkeit dagegen vergrößert den Geldstrom auf dem Gütermarkt und zieht hier höhere Preise und verminderte Kaufkraft nach sich. Auf dem Kapitalmarkt werden unter diesen Voraussetzungen Preissenkungen und infolgedessen eine Vergrößerung der Kaufkraft zu verzeichnen sein. Erlangt dadurch der Grad der Spartätigkeit auch eine besondere Bedeutung für Preise und Kaufkraft, so dürfen andererseits die bereits skizzierten Einflüsse der

Warenpreise und des Zinsfußes auf die Spartätigkeit nicht außer acht gelassen werden<sup>1)</sup>).

Nur in Kürze soll auch auf die Wirkung des Eindringens ausländischer Kapitalien auf den inländischen Geld- und Kapitalmarkt eingegangen werden. Die Voraussetzung für die Gewährung eines Auslandskredits ist das Vorhandensein von verfügbaren Spargeldern in den in Betracht kommenden Auslandstaaten, denen der auf dem dortigen Geldmarkt gebotene Zins (oder auch die Sicherheit) nicht genügt. Dagegen gilt für das Inland die Bedingung, daß das heimische Sparkapital hinter dem Bedarf zurückbleibt, und zwar bei jener Verzinsung, die den ausländischen Gläubigern zugestanden werden muß<sup>2)</sup>. Da die Auslandskredite in fremder Valuta gewährt werden, so wirken sie — insofern sie nicht zur Vermehrung inländischer Zahlungsmittel Verwendung finden — nicht unmittelbar auf den inländischen Geldmarkt. Im Inland kann der in fremder Valuta zur Verfügung stehende Erlös der Anleihe nur zu Waren- (oder sonstigen Leistungs-) Bezügen aus dem Auslande direkt oder indirekt verwendet werden, auch dann, wenn ein Umtausch gegen andere Fremdwährungen erfolgt. Denn jede ausländische Valuta wird — wenn wir von dem etwaigen Metallwert absehen — schließlich nur mit Rücksicht auf die ihr in ihrem Heimatlande, und zwar auf dessen Warenmärkten zukommenden Kaufkraft erworben und bewertet. Erst durch die Ausübung der Kaufkraft auf ausländischen Waren- oder Leistungsmärkten wird die Kapitalempfangnahme aus dem Auslande tatsächlich vollzogen. Daran ändert die Tatsache nichts, daß der Kreditnehmer die Waren aus dem Auslande nicht selbst bezieht, sondern seine im Ausland erlangten Guthaben auf dem Devisenmarkt verkauft, weshalb der Warenbezug von anderen durchgeführt wird. In der inländischen Wirtschaft aber wird der Kreditnehmer den auf dem Devisenmarkt in inländischer Währung empfangenen Verkaufserlös jenen Verwendungszwecken zuführen, für die der Kredit im Ausland beschafft worden ist. Insofern besteht auch eine Übereinstimmung zwischen den Äquivalenten des erhaltenen Auslandskredits und — unter der Annahme, daß die Anschaffungen ausschließlich im Inland erfolgen — des den inländischen Märkten zufließenden Geldkapitals in inländischer Währung. Die zunächst nicht benötigten Teilsommen werden bis zu ihrer endgültigen Verwendung kurzfristig auf dem Geldmarkt angelegt; das hier dadurch herbeigeführte Mehrangebot aber drückt den Zins unter jene Höhe, die vor der Kreditaufnahme bestanden hat<sup>3)</sup>.

<sup>1)</sup> Lansburgh: Ein Land ohne Betriebsmittel. Die Bank, S. 73 ff. 1926.

<sup>2)</sup> Über die besonderen Verhältnisse in Deutschland nach der Währungsstabilisierung siehe Lansburgh: Auslandskredit und Geldmarkt. Die Bank, S. 509 f. 1926.

<sup>3)</sup> Lansburgh: Auslandskredit und Geldmarkt. Die Bank, S. 516 ff. 1926.

Für die gesamte Wirtschaft ergibt sich daher aus der Aufnahme des Auslandskredits der Vorteil, daß das nunmehr zum Bezug von Waren aus dem Auslande, die sonst mit inländischer Kaufkraft hätten beschafft werden müssen, verwendete Geldkapital ausländischer Währung eine den Devisenkursen entsprechende Menge Geldkapitals inländischer Währung von dem ursprünglichen Bestimmungszweck freigemacht hat und jener Verwendung zuführen wird, derentwegen die Kredite aufgenommen wurden. Denn ohne sie wäre die zusätzliche Güterbeschaffung und Verwendung zu neuen Zwecken nicht möglich gewesen. Auf dem Geldmarkt führt der Auslandskredit infolge der frei gewordenen und für kürzere oder längere Zeit noch disponiblen Kaufkraft zu einem vermehrten Kapitalangebot, indem diejenigen Geldkapitalien, die für die neuen Verwendungszwecke bestimmt sind, aber hierzu noch nicht zur Gänze gebraucht werden, vorläufig dem Geldmarkt zur Verfügung stehen. Die dadurch auf dem Geldmarkt bewirkte Zinsermäßigung wird — unter sonst gleichen Verhältnissen — im großen und ganzen auch dann noch anhalten, wenn die dem Geldmarkt vorübergehend überlassenen Geldkapitalien von ihm zwecks endgültiger Verwendung zurückgezogen werden, falls die Auslandskredite eine produktive Verwendung gefunden haben. Denn in diesem Falle werden dem Geldmarkt aus jenen Einkommen, die durch die Verwendung des Auslandskredits geschaffen oder erhöht worden sind, in der Regel wieder neue Geldkapitalien zufließen.

Von seiten der einzelnen kapitalbedürftigen Wirtschaft aber beschränkt sich in allen Fällen das Interesse darauf, jene Kapitalkraft, die nicht kurzweg aus eigenen Mitteln geschöpft werden kann, auf dem eigenen oder einem fremden Kapitalmarkt, von denen jeder die frei verfügbare Kapitalkraft eines Volkes zentralisiert und ihre privatwirtschaftlich ertragreichste Verwendung durchführt, möglichst günstig zu erlangen.

Alle bedeutenden Veränderungen, sowohl in der Wirtschaft als auch im Staatsleben, beeinflussen den Geld- und Kapitalmarkt, da die Erfolgsaussichten der verschiedenen Anlageformen mit diesen Ereignissen untrennbar verbunden sind. Doch kann der Markt in unrichtiger, oft auch durch Spekulation geförderte falsche Einschätzung dieser Umstände zeitweise ein Bild zeigen, das den tatsächlichen Verhältnissen nicht oder nicht vollkommen entspricht.

Wenn endlich auch die Banken infolge der bei ihnen zunehmenden Kapitalkonzentration zu kleineren oder größeren Geld- und Kapitalmärkten werden, so behält doch das wichtigste Organ dieses Gesamtmarktes, die Börse, seine Bedeutung als allgemeiner Zentralmarkt und als Ausgleichsstelle für die durch die Banken repräsentierten Nebenmärkte.

### III. Die Effekten

#### 1. Der Begriff des Effektenkapitals

Die Effekten beruhen auf einer besonderen Organisation geldkapitalistischer Wirtschaft. Für ihr Entstehen sind insbesondere zwei Merkmale dieser Wirtschaftsgestaltung bestimmend, und zwar die oft im großen betriebene Marktproduktion und die Verwirklichung anderer namhafte Geldkapitalien erfordernder Ziele auf der einen, und die auf das Streben nach Ertrag zurückzuführende Kapitalbildung auf der anderen Seite. Um diese Bestrebungen auf einer für beide geeigneten Grundlage zusammenführen und einander dienstbar machen zu können, wurden in den Effekten Mittel geschaffen, in denen langfristige Zahlungsverprechen oder Unternehmungsanteile verkörpert werden. Es entstand eine neue Kapitalform und damit die Produktion von Effektenkapital.

In dem oft verwendeten Ausdruck Effektenkapital wird „Kapital“ in dem Sinne von Erwerbkapital oder Rentenquelle gebraucht, worunter jedes Vermögen verstanden werden muß, das werbend angelegt ist, ein Einkommen erbringen soll, gleichgültig, ob es im eigenen oder fremden Betrieb, in einer privaten oder öffentlichen Wirtschaft, einer Erwerbs- oder Haushaltswirtschaft verwendet wird<sup>1)</sup>. Es ist dabei entscheidend, daß es vom Eigentümer als Ertragsquelle bestimmt wird. Dagegen ist es gleichgültig, ob die Verwendung auf seiten des Kapitalempfängers produktiv oder konsumtiv ist. In beiden Fällen wird dieser mit der Bezahlung eines Entgelts (Rente) und zumeist auch — abgesehen von Staaten und Ländern — mit der Rückzahlung oder wenigstens Rückzahlungsmöglichkeit rechnen müssen.

Von diesem mehr privatwirtschaftlichen Begriff des Kapitals ist der des Produktivkapitals zu unterscheiden, das in der Nationalökonomie den Inbegriff der zur Verfügung stehenden Produktionsmittel bezeichnet<sup>2)</sup>.

Während das Produktivkapital immer vorhanden sein wird, auch in einer rein sozialistischen Wirtschaft, setzt der erste Kapitalbegriff

<sup>1)</sup> Vgl. Prion: Kreditpolitik, S. 18; Böhm-Bawerk: Art. „Kapital“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 576f., und Wieser: Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl., S. 211.

Vor allem mit Rücksicht auf die Zweckbestimmung als Ertragsquelle faßt auch Gruntzel (Theorie der Volkswirtschaft, S. 158) den Kapitalbegriff auf. Er versteht unter Kapital „jene Menge von wirtschaftlichen Werten, die das Wirtschaftssubjekt nicht zu seinem persönlichen Verbrauch, sondern zur Beschaffung neuer wirtschaftlicher Werte bestimmt“.

<sup>2)</sup> Das Produktivkapital wird oft auch als „Vorrat von produzierten Produktivmitteln“, ferner als volkswirtschaftliches oder Sozialkapital bezeichnet. Vgl. Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 576; Wieser: a. a. O., S. 210; Amonn: Volkswohlslehre, S. 97ff., 103f.

den Bestand privater Eigentumsrechte voraus<sup>1)</sup>. Der Begriff des Erwerbsskapitals ist insofern der weitere, als er nicht nur einen größeren Kreis von Gütern umfaßt<sup>2)</sup>, sondern auch Vermögensrechte einschließt, die nicht unter den strengen volkswirtschaftlichen Gutsbegriff fallen<sup>3)</sup>.

Versteht man unter Kapital im letzten Sinne einen in Geld veranschlagten Vorrat aller wirtschaftlichen Güter, die einer Betriebswirtschaft als Mittel zum Zweck dienen, ohne Ansehung der konkreten Vermögensbestandteile, so gelangt man zu jenem abstrakten Kapitalbegriff<sup>4)</sup>, wie er bei der Wirtschaftsführung der Unternehmung, insbesondere aber von der Betriebswirtschaftslehre verwendet wird.

Der Bedeutung des Erwerbsskapitals entsprechend, muß als „Kapitalbildung“ jeder Vermögenszuwachs aufgefaßt werden, der einer rentenbringenden Anlage zugeführt werden kann<sup>5)</sup>. Nur aus diesem Fonds, der ausschließlich aus ersparten, nicht verbrauchten Einkommensteilen besteht, schafft die Volkswirtschaft neue Produktionsanlagen, die bessere Lebensverhältnisse ermöglichen und auch bei steigender Bevölkerungszahl größere Gütermengen zur Verfügung stellen.

Einen besonderen, außerordentlich wichtigen Teil des Erwerbsskapitals bildet nun das Effektenkapital, zu dem vor allem die in Aktien und Obligationen angelegten Vermögensteile von Wirtschaftssubjekten gehören. In diesen Kapitalanlagen erfolgt — wenn wir vorerst von der Spekulation absehen — eine sogenannte „dauernde Verwendung“ von Ersparnissen durch den Erwerber, das heißt auf eine größere Anzahl von Jahren<sup>6)</sup>. Dieser leistet durch die Anschaffung von Effekten in der Regel auf sein Rückforderungsrecht in Geld wenigstens auf lange Zeit Verzicht und ist im Falle eines Geldbedarfes gezwungen, die Papiere auf dem Effektenmarkte zu verkaufen.

Aber auch vom Standpunkt der Unternehmung, die sich durch Ausgabe von Effekten (Aktien und Obligationen) Teilhaber oder Darlehen beschafft hat, spricht man mit Rücksicht auf die ausgegebenen Papiere als von Teilen ihres Kapitals, und zwar von den Aktien als Eigenkapital, von den Obligationen als Fremdkapital. Man denkt dabei an

<sup>1)</sup> Amonn: a. a. O., S. 104; Böhm-Bawerk: a. a. O., S. 577f.; Wieser: a. a. O., S. 210f.

<sup>2)</sup> Böhm-Bawerk, a. a. O., S. 578.

<sup>3)</sup> Siehe hierzu Mayer, H.: Art. „Gut“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1278f.

<sup>4)</sup> So sagt Passow (Die Bilanzen der privaten und öffentlichen Unternehmungen, I, S. 3): Wenn man vom Kapital spricht, denkt man nicht an die konkreten Teile, aus denen sich ein Vermögen zusammensetzt, sondern an ihren Geldwert, an die abstrakte Summe.

<sup>5)</sup> Prion: Kreditpolitik, S. 19.

<sup>6)</sup> Reisch: Die wirtschaftliche Bedeutung des Kredits im Lichte von Theorie und Praxis. Mitteilungen des Verbandes Österr. Banken und Bankiers, 10. Jahrg., S. 42.

die Passivseite der Bilanz, auf der die ausgegebenen Aktien mit ihrem Nominale als wichtiger Teil des Eigenkapitals, die in Schuldverschreibungen verbrieften Verbindlichkeiten unter dem Fremdkapital erscheinen; denn „für die Unternehmung gilt der Begriff des Gesamtkapitals, das sich aus eigenem und fremdem zusammensetzt<sup>1)</sup>. Jenes weist auf finanzielle Mittel von den Teilhabern, dieses auf solche von Fremden hin<sup>2)</sup>.

Wenn dagegen Unternehmungen Effekten zum Zweck der „Kapitalanlage“ erwerben, bilden diese unter den Aktiven (auf der Vermögensseite) der Bilanz erscheinenden Wertpapiere einen Teil ihres Vermögens.

## 2. Einteilung und Arten der Effekten

Effekten sind vertretbare, für den Verkehr bestimmte Wertpapiere, die auf Seiten des Emittenten zur Kapitalbeschaffung, auf Seiten des Erwerbers zur Kapitalanlage für längere Zeit geeignet sind und Aussicht auf ein festes oder schwankendes Erträgnis oder — in beschränktem Maße — auf ungleich hohe Treffer bieten. Die Effekten sind Teile eines Ganzen, eines Gesamtdarlehens oder Unternehmerkapitals, verbrieft in einer großen Zahl von Abschnitten, die — mit Ausnahme der Kuxe und Quotenaktien — zumeist auf runde Nominalbeträge lauten. Für sämtliche Arten von Effekten gilt, soweit Urkunden ausgegeben sind, der Grundsatz: ohne Papier kein Recht. Zum überwiegenden Teil sind diese Papiere infolge ihrer besonderen Eignung hierzu Gegenstand des Börsenhandels.

Diese Tatsache ist mit dem modernen Effektenbegriff unzertrennlich verbunden. Sie gründet sich vor allem auf die Versachlichung des Kredit- oder Beteiligungsverhältnisses und im Zusammenhang damit auf die leichte Übertragbarkeit der Effekten. Sind Inhaberpapiere das Ideal der Versachlichung, indem sie ohne besondere Förmlichkeit durch bloße Übergabe übertragen werden können, so eignen sich Namenspapiere, nachdem sie mit einem Blankoindossament versehen worden sind, in den meisten Ländern in gleicher Weise ohne weitere Voraussetzungen zur formlosen Weitergabe. Die einfachen Formen der Übertragung, von der der Emittent bei Inhaberpapieren und allen, die diesen praktisch gleichzuhalten sind, überhaupt nicht verständigt wird, während ihm auch andernfalls das Einspruchsrecht im allgemeinen versagt ist<sup>3)</sup>, kennzeichnen wohl ganz unzweideutig die Loslösung bzw. starke Lockerung alles Persönlichen und die Versachlichung des in Effekten verbrieften Kredit- oder Beteiligungsverhältnisses.

<sup>1)</sup> Nicklisch: Wirtschaftliche Betriebslehre, S. 67.

<sup>2)</sup> Vgl. auch Leitner: Wirtschaftslehre der Unternehmung, S. 41ff.

<sup>3)</sup> Ist die Übertragung von Aktien ausnahmsweise an die Einwilligung der Gesellschaft gebunden, so werden solche Papiere vinkulierte Namensaktien genannt.



Als Haupteinteilung können zwei große Gruppen von Effekten unterschieden werden<sup>1)</sup>:

I. Gläubigerpapiere. Wer Obligationen (Teilschuldverschreibungen, Fonds) oder Lose (Prämienanleihen) kauft, gewährt dem Ausgeber (Staat, Land, Gemeinde, Aktiengesellschaft, Sparkasse und andere) zu den in der Urkunde angegebenen Bedingungen ein Darlehen und ist deshalb als Gläubiger zu bezeichnen. Für den Gesamtbetrag des Darlehens wird zumeist eine große Zahl von Teilschuldverschreibungen ausgegeben, die — mit fortlaufenden Nummern versehen — zu gleichen Bedingungen einzeln erworben, übertragen und veräußert werden können<sup>2)</sup>. Der Anspruch des Gläubigers erstreckt sich bei Obligationen, die zumeist auf einen bestimmten Geldbetrag lauten, auf festen Zinsbezug und in der Regel auch auf Kapitalrückzahlung<sup>3)</sup>.

Infolge Zerrüttung der deutschen Währung haben einzelne Staaten und Städte, vom Dezember 1922 angefangen, Sachwertanleihen emittiert, die auf bestimmte Mengen Roggen, Kali, Kohle usw. ausgestellt, nach den jeweiligen Preisen dieser Waren verzinst werden. Obwohl in Zeiten des Währungsverfalles ein brauchbares Mittel, der Geldentwertung zu entgehen, sind solche Anleihen naturgemäß den Preisschwankungen der zugrundegelegten Waren voll ausgesetzt und deshalb nur ein mangelhafter Ersatz für Obligationen, die auf den weit stabileren Goldwert oder eine gefestigte Währung lauten. So bildeten diese Anleihen doch

<sup>1)</sup> Vgl. Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1045ff.

<sup>2)</sup> Eine Ausnahme hiervon bilden die vorzugsweise bei Staatsschulden aber auch bei Provinzial- und Stadtanleihen anzutreffenden sogenannten Inskriptionen, das sind Einschreibungen eines Schuld(nominal)betrages in die Staats-, Provinzial- oder Stadtschuldbücher auf den Namen des Gläubigers, dem — außer einer zuweilen ausgegebenen einfachen Bestätigung — keine Urkunde hierüber ausgefolgt wird. Der Gläubiger ist dadurch vor Verlust, Brand und Diebstahl bewahrt und hat den Vorteil einer für ihn kostenlosen Verwaltung, da ihm auch die Zinsen bei Fälligkeit zumeist wunschgemäß zur Verfügung gestellt werden. Dagegen wird die Verfügung über das Effektenkapital erschwert, indem jede Übertragung eine Umschreibung im Schuldbuch erforderlich macht.

Dieses Inskriptionssystem steht in manchen Ländern für einen großen oder sogar den größten Teil der Staatsschuld in Verwendung. In England, Frankreich und Holland heimisch, ist es auch in Deutschland (bei Reich, Ländern, einzelnen Provinzen und Städten), in den Vereinigten Staaten, in Italien, Belgien, Österreich, Schweden und Dänemark anzutreffen. Ebenso wie der auf Grund einer solchen Eintragung berechnete Gläubiger ohne besondere Kündigung gegen Löschung der Forderung und Bezahlung einer Gebühr die Aushändigung von Inhaberpapieren der nämlichen Anleihe auf den gleichen Nominalbetrag verlangen kann, steht auch dem Inhaber von Schuldverschreibungen für den Fall, als bei der betreffenden Anleihe Schuldbucheintragungen zulässig sind, das Recht der Umwandlung in Inskriptionen zu.

<sup>3)</sup> Bei sogenannten ewigen Renten übernimmt der Emittent keine Verpflichtung zur Kapitalrückzahlung.

nur einen Übergang zu den wertbeständigen Dollarschatzanweisungen des Jahres 1923 und den darauf folgenden Gold- und Goldmarkanleihen.

Auch Goldwert- und Valutenanleihen sind ein Mittel, um der Geldentwertung zu entgehen. Lauten die noch vor wenigen Jahren ausgegebenen Obligationen dieser Art auf fremde Währungen oder eine bestimmte Menge Goldes, so begnügt man sich heute zumeist mit der Goldklausel die so lange ohne praktische Bedeutung ist, als die eigene Währung (Reichsmark, Schilling usw.), an dem Goldpreis gemessen, keine Entwertung zeigt.

Ganz verschieden ist die Sicherstellung. Sie erfolgt durch Verpfändung von unbeweglichem Eigentum. (Grund und Boden, Gebäuden, Forsten, Bahnanlagen), wie bei Pfandbriefen, Rentenbriefen und Prioritätsobligationen<sup>1)</sup>, aber auch von Einkünften (vor allem für den Zinsendienst) aus Zöllen, Monopolen, Steuern und schließlich auch durch Garantie, in der Regel seitens einer öffentlichen Körperschaft.

Ein Kündigungsrecht des Gläubigers ist der Regel nach ausgeschlossen, doch gibt es davon einzelne Ausnahmen<sup>2)</sup>. Dagegen behält sich der Emittent gewöhnlich, trotz anderer Rückzahlungsvereinbarungen, auch das Recht der vorzeitigen Kündigung bzw. Verstärkung der planmäßigen Auslösung vor.

Von besonderem Einfluß auf den Preis sind auch die Bedingungen bzw. die Möglichkeit der Rückzahlung. Diese kann für alle Partialobligationen gleichzeitig, und zwar 1. zu einem von vornherein bestimmten festen Termin, 2. nach Kündigung, 3. durch Umtausch gegen ein anderes zumeist niedriger verzinsliches Effekt (Konversion) geschehen; die allmähliche Rückzahlung erfolgt 1. durch Tilgung im Wege einer Verlosung und 2. durch freihändigen Rückkauf, wenn der Kurs unter pari notiert.

Seit 1925 haben auch in Deutschland die aus den Vereinigten Staaten von Amerika übernommenen Convertiblen Bonds Eingang gefunden, Obligationen, die nach Wahl des Inhabers innerhalb einer bestimmten

<sup>1)</sup> Die oft gegebene Erklärung, der Name Prioritätsobligation sei deshalb berechtigt, weil die Obligationäre vor den Aktionären befriedigt werden (z. B. Lotz: Art „Anleihen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 1. Bd., S. 321, oder Salings Börsenpapiere, 1. Bd., S. 87. 1928), erscheint mir wenig zutreffend. Denn diese Priorität genießen alle Obligationen und schließlich alle Gläubiger. Der Name ist meines Erachtens nur dort gerechtfertigt, wo diesen Prioritätsobligationen vor anderen Obligationen oder Verbindlichkeiten der Gesellschaft, insbesondere infolge ihrer pfandrechtlichen Sicherstellung, ein Vorrang zukommt.

<sup>2)</sup> So steht z. B. den Inhabern der 6%igen Österr. Staatsschatzscheine von 1920 bis 1922 ein dreimonatiges Kündigungsrecht zu. Auch bei einer Anleihe der Stadt Wiesbaden vom Jahre 1923 findet sich das Zugeständnis des Kündigungsrechtes für die Gläubiger.

Frist in eine andere Effektenart des gleichen Unternehmens, zumeist in Stammaktien, umgetauscht werden können. Mitunter besteht dabei eine Staffelung der Umtauschkurse nach der Umtauschzeit.

Während diese Effektenform für die Gesellschaft ein günstiges Finanzierungsmittel insbesondere in Zeiten hoher Zinssätze bedeutet, da infolge der durch das Umtauschrecht bewirkten bevorzugten Stellung der Inhaber solcher Wandelobligationen der Zinsfuß niedriger bzw. der Ausgabekurs verhältnismäßig hoch sein wird, genießt der Inhaber der Bonds zunächst die Sicherung einer Obligation und innerhalb einer bestimmten Frist das Umtauschrecht<sup>1)</sup>.

Schließlich sollen noch die Optionsanleihen (Obligationen mit Optionsrecht) erwähnt werden. Es sind Schuldverschreibungen, die selbst nicht umgetauscht werden, sondern innerhalb einer festgesetzten Frist und zu einem vorausbestimmten Kurs ein Bezugsrecht auf neu auszugebende Aktien gewähren.

Lose oder Prämien­scheine sind rückzahlbare, das heißt innerhalb einer bestimmten Anzahl von Jahren zu verlosende Anleihen, die zumeist nicht verzinst werden oder weitaus seltener geringe Zinsen abwerfen, bei denen aber dennoch der zur Verzinsung eines Darlehens gleicher Höhe erforderliche Betrag in jedem Jahre zur Auszahlung von Gewinnen oder Prämien verwendet wird.

2. Teilhaberpapiere. Sie umfassen vor allem Aktien und Kuxe<sup>2)</sup>. Der Erwerber, der nicht Gläubiger sondern Teilhaber der betreffenden Unternehmung wird, hat den für solche Effekten eingezahlten Kapitalbetrag als dauernde Beteiligung aufzufassen. Aus diesem Grunde ist bei solchen Papieren der Regel nach (ausgenommen viele Prioritätsaktien

---

<sup>1)</sup> Einzelheiten über Wandelobligationen verschiedener Länder enthalten Kalveram: Finanzierung, Handelshochschule, 1. Bd., S. 1305f.; Schweitzer: Art. „Wertpapiere“, Hwb. d. Bw., 5. Bd., S. 1041; Ottel: Die Technik des wirtschaftlichen Verkehrs, S. 75f. Wien, 1927 und Salings Börsenpapiere, 1. Teil.

<sup>2)</sup> Es ist meines Erachtens nicht ganz zutreffend, wenn Anteile an Gesellschaften m. b. H. von manchen Autoren zu den Effekten gezählt werden, da ihnen wesentliche Elemente der Effektenqualität mangeln. Es sind dies insbesondere die Versachlichung des Beteiligungsverhältnisses, die leichte Übertragbarkeit, zumeist die Ausgabe in größerer Menge und im Zusammenhang damit die Eignung für den Börsen- und freien Handelsverkehr.

Durchwegs auf Namen lautend, sind sie zwar grundsätzlich übertragbar, jedoch oft nur mit Einwilligung der übrigen Gesellschafter. Außerdem bedarf die Übertragung der Geschäftsanteile der Gesellschaften m. b. H. in Deutschland und Österreich der notariellen Beglaubigung. Diese schwerfällige Form der Übertragung, die mangelnde Bestimmung für den Verkehr und das stark zum Ausdruck kommende individualistische Moment sind dem Geist der Effekten fremd.

und Aktien heimfälliger Unternehmungen) von vornherein weder eine Kapitalrückzahlung vorgesehen, noch ein Kündigungsvorbehalt anzutreffen. Im weiteren Gegensatz zu den zumeist festverzinslichen Anleihen schwankt das Erträgnis. Setzt doch die Verteilung einer Dividende die Erzielung eines in der Bilanz bzw. der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Reingewinnes voraus. Diese Papiere tragen auch in erster Reihe den Verlust der Unternehmung und gehen daher bei Ertragslosigkeit leer aus. Der schwankende Ertrag bietet der Spekulation besonderen Anreiz und ist die Ursache, daß diese Arten der Effekten — auch als Spekulationspapiere bezeichnet — infolge ihrer spekulativen Anziehungskraft das Hauptobjekt des Börsenhandels bilden, die Börsenorganisation maßgebend beeinflussen und die Bedeutung vieler Börsen zum großen Teil begründen.

Die Aktien lauten — abgesehen von Quotenaktien — auf einen bestimmten Nennbetrag (Nominale), dessen Mindesthöhe in den meisten Ländern durch die Gesetzgebung bestimmt wird<sup>1)</sup>. Der Aktionär haftet bis zur Höhe des Nennbetrages. Hat er voll eingezahlte Aktien zu einem darüber hinausgehenden Kurswert erworben, so erhöht sich sein Risiko auf diesen Betrag, bei nicht voll eingezahlten noch weiter um den Betrag der fehlenden Einzahlung. Die mit dem begrenzten Risiko verbundene Möglichkeit bzw. die vermeinten Aussichten einer Ertrags- und Kurssteigerung bilden die Triebfeder für die spekulative Anschaffung dieser Papiere.

Bei Prioritäts- oder Vorzugsaktien können die eingeräumten Vorzüge insbesondere in einer Besserstellung bei Gewinnverteilung und Liquidation und in einem mehrfachen Stimmrecht bestehen. Da zahlreiche Abweichungen vom normalen Rechtsinstitut vorkommen, kann nur nach genauer Prüfung aller Rechte und Verbindlichkeiten des Vorzugsaktionärs das Wertverhältnis zwischen Vorzugs- und Stammaktien beurteilt werden.

Die Dividende der Prioritätsaktien ist gewöhnlich eine Vorzugsdividende, das heißt, daß erst nach Bezahlung einer gewissen Dividende an die Prioritätsaktionäre die Stammaktien einen Dividendenanspruch erhalten. Eine limitierte Dividende ist in der Regel kumulativ, in dem Sinne, daß die Gesellschaft auch in späteren Jahren zur Nachzahlung der Restbeträge auf die Höchstdividenden der Vorjahre verpflichtet ist. Bei manchen Gesellschaften besteht auch ein Kündigungsrecht

<sup>1)</sup> So ist das Mindestnominale einer Aktie derzeit in Deutschland mit RM 100,— (ursprünglich laut Goldbilanzverordnung RM 20,—), in Österreich mit 10 Schilling, bei Neugründungen mit 100 bzw. bei kleinen Unternehmungen von rein lokaler Bedeutung mit 50 Schilling festgesetzt. (In Deutschland laut 7. Durchführungsverordnung zur Goldbilanzverordnung, in Österreich laut Bundesgesetz vom 4. Juni 1925, B.G.Bl. 184.)

gegenüber den Vorzugsaktionären, indem auf Grund eines Beschlusses der Generalversammlung die Rückzahlung der Prioritätsaktien zu einem voraus bestimmten Kurse zulässig ist (amortisable Vorzugsaktien). Aktien mit mehrfachem Stimmrecht (Stimmrechtsaktien), die zumeist an ein Konsortium begeben werden, damit das Stimmrecht zum Vorteil der Gesellschaft ausgeübt werde, sind in der Regel gleichfalls mit einem limitierten Vorzugsdividendenanspruch ausgestattet. Ist die Vorzugsdividende nach oben begrenzt, so nähern sich Vorzugsaktien, wenn der erzielte Gewinn eine Reihe von Jahren die Ausschüttung dieser höchstzulässigen Vorzugsdividende gestattet, noch mehr als gewöhnliche Aktien mit stabilen Dividenden hinsichtlich des Ertragnisses in ihrem Charakter den Obligationen, ohne daß ihnen jedoch ein Anspruch auf feste Verzinsung zukommt. Überdies gewähren sie alle Rechte, die aus Aktienbesitz zustehen<sup>1)</sup>.

Anders als bei Vorzugsaktien und Obligationen werden Kapitalrückzahlungen auf Stammaktien — außer bei Auflösung der Unternehmung — zumeist nur bei allmählicher Amortisation des Aktienkapitals vorgenommen. Letztenfalls kann für die rückgezahlten Aktien die Ausgabe von Genußscheinen erfolgen, die etwa an der Superdividende und dem nach Einlösung aller Aktien verbleibenden Restkapital partizipieren<sup>2)</sup>.

Bei Kuxen (Anteilen einer Gewerkschaft, die auf den Namen eines bestimmten Berechtigten lauten und zu deren Übertragung es einer Umschreibung im Gewerkenbuch bedarf) ist die Haftung des Erwerbers nicht beschränkt. Auf keinen festen Nennbetrag lautend, stellen sie nur einen bestimmten Teil des sich naturgemäß verändernden Gewerkschaftskapitals dar, das nach modernem deutschen Recht in 100, 1000, selten in 10000, nach österreichischem und altem deutschen Recht in 128 Teile zerlegt wird<sup>3)</sup>. Im Gegensatz zum Aktionär ist der Gewerke auf Grund eines Beschlusses der Gewerkenversammlung nötigenfalls zur Zahlung von Zubeßen verpflichtet, doch steht ihm auch das Recht zu, seinen Anteil der Gewerkschaft zur Verfügung zu stellen, falls er die Zubeße nicht leisten will (Abandonrecht<sup>4)</sup>).

<sup>1)</sup> Über einzelne Besonderheiten bei Stamm- und Vorzugsaktien siehe Schmalenbach: Finanzierungen, 3. Aufl., S. 216ff., Kalveram: Finanzierung. Handelshochschule, 1. Bd., S. 1295ff., Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre, in Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute, 60. Aufl., 2. Buch, S. 421f.; Ottel: Die Technik des wirtschaftlichen Verkehrs, 2. Aufl., S. 82ff.

<sup>2)</sup> Über diese und andere Entstehungsgründe sowie Begriff und Rechtsform der Genußscheine siehe Schmalenbach: Finanzierungen, 3. Aufl., S. 247ff.; Kalveram: a. a. O., S. 1308ff. und Ottel: a. a. O., S. 87f.

<sup>3)</sup> § 140 des österreichischen allgemeinen Berggesetzes vom 23. Mai 1854 R. G. Bl. 146.

<sup>4)</sup> Ausführlicher bei Kalveram: a. a. O., S. 1310f.

### 3. Die Wertangabe bei Effekten

Bei Effekten ist vor allem der Nennwert oder das Nominale und der Kurswert zu unterscheiden.

Unter Nennwert versteht man die Angabe einer bestimmten Anzahl Währungseinheiten<sup>1)</sup>, die bei Obligationen die Grundlage für die feste Verzinsung, bei Aktien für die Angabe der jeweiligen Dividende in Prozenten bilden. Zum Unterschied von Aktien, auf deren Stücken der Nennwert angegeben wird, sind Aktien, die auf keinen Nominalbetrag lauten<sup>2)</sup>, ebenso wie Kuxe als quotenmäßig bestimmte Anteile am Reinvermögen der betreffenden Unternehmung anzusehen.

Von dem festbestimmten Nominalwert ist der wechselnde Kurswert, der dem Effekt im Verkehr beigelegt wird, zu unterscheiden. Dieser ist dann nichts anderes als der Preis, der tatsächlich bezahlt oder beim Kaufabschluß wenigstens zu zahlen versprochen wird. Nicht zu verwechseln ist der Kurswert mit dem „Kurs“, der den Preis für eine bestimmte Anzahl von Nominalwert- oder Mengeneinheiten (z. B. für Mk 100,—, S 100,— oder fl. 50,— Nominale, für 1 Stück, bei Sachwertanleihen für einen Zentner, eine Tonne usw.) angibt.

Was die Kursangabe, die sogenannte Notierung von Effekten an Börsen betrifft, sind folgende Arten zu unterscheiden:

1. Kurse in Prozenten der Nominalwährung (perzentuelle Notierung). Sie geben an, wieviel Mark, Schilling, Dollar usw. für je M 100,—, S 100,—, \$ 100,— usw. Nominale bezahlt werden. Diese Notierungsart ist an den deutschen Börsen bei allen Papieren (mit nur wenigen Ausnahmen<sup>3)</sup> anzutreffen<sup>4)</sup>.

2. Kurse für ein bestimmtes Nominale (z. B. in Wien in Schilling für fl. 50,—, K 100,— usw. Nominale).

3. Kurse für das Stück (z. B. für Aktien in Wien, Prag und Paris, zum Teil auch in London).

<sup>1)</sup> Ausnahmen hiervon bilden die Sachwertanleihen (insbesondere Kohlen- und Roggenwertanleihen), die auf eine bestimmte Menge (Zentner, Tonnen) des betreffenden Sachwertes lauten.

<sup>2)</sup> In den Vereinigten Staaten, Belgien und Italien gibt es auch sogenannte Quotenaktien, die in Deutschland gleichfalls propagiert werden, bei denen eine Angabe des Nominalwertes fehlt und das Mitgliedschaftsrecht ähnlich wie beim Kux nur anteilmäßig zum Ausdruck gebracht wird.

<sup>3)</sup> Ausnahmen bestehen insbesondere für Aktien von Versicherungs- und Terraingesellschaften, für einzelne ausländische Aktien und für Genußscheine.

<sup>4)</sup> Auch die Notierung der französischen Renten in Paris für den jährlichen Rentenertrag (z. B. für Fr. 3,— jährliche Rente bei der 3%igen französischen Staatsschuld) läuft auf dasselbe hinaus wie die Angabe in Prozenten des Nominalwertes.

4. Kurse, die das Agio oder Disagio angeben (z. B. in London für die Exchequer Bills, bei denen der Kurs die Anzahl der Schillinge Aufgeld (premium) oder Verlust (discount) für je 100 Pfund Nominale anzeigt, sofern sie nicht etwa „par“ (pari) notieren).

Während bei Obligationen die prozentuelle Notierung in verschiedenen starkem Maße an allen Börsen anzutreffen ist, werden die Kurse der Aktien an vielen Börsen vorzugsweise in Prozenten, an anderen wiederum nur per Stück angegeben. Die prozentuelle Notierung der Aktien, die insbesondere in Deutschland heimisch ist, hat den Vorzug der Vergleichbarkeit der Kurse einzelner Effekten untereinander in bezug auf das Nominale, dagegen ist die in Wien, Paris und London anzutreffende Preisangabe für das Stück einfacher.

Der Anteil an dem Erträgnis der laufenden Ertragsperiode ist bei Effekten entweder im Kurs jeweils inbegriffen oder er muß abgesondert berechnet werden. Im letzteren Falle zeigen sich in den Kursveränderungen bloß die Kursschwankungen, während sich bei jener Art der Kurs infolge des rechnermäßig anwachsenden Ertrages bis zur Kuponeinlösung von Tag zu Tag erhöhen muß, wenn auch der Preis des Papiere an sich weder gestiegen noch gefallen ist.

Während Aktien und Kuxe, bei denen die Höhe der Dividenden im voraus nie bekannt sein kann, heute durchwegs einschließlich Ertragsanteil (Dividende) notieren<sup>1)</sup>, verstehen sich die Kurse der Obligationen zum Teil einschließlich, zum Teil ausschließlich der laufenden Zinsen. So werden zum Beispiel an deutschen Börsen seit 1. Juni 1925 bei den inländischen auf Reichsmark oder auf Goldmark lautenden festverzinslichen Wertpapieren wieder Stückzinsen berechnet<sup>2)</sup>, weshalb sich die betreffenden Kurse exklusive Zinsen verstehen. In Wien sind derzeit nur bei den Schuldverschreibungen der Republik Österreich und jenen, fast durchwegs auf Schilling lautenden, im Kursblatt besonders bezeichneten festverzinslichen Anleihen, die in den letzten Jahren emittiert wurden, die Zinsen nicht im Kurs inbegriffen. Alle anderen Obligationen werden (sowohl an deutschen Börsen als in Wien) einschließlich Zinsen gehandelt.

Die Preisangabe ausschließlich Zinsen hat den Vorzug, daß der jeweilige Anteil an der nächsten Ertragsauszahlung genau ersichtlich ist und der tatsächliche Preis des Papiere nicht verschleiert wird. Der Verzicht auf eine abgesonderte Berechnung des aufgelaufenen Ertrages dagegen hat außer dem Mangel, daß die Kursunterschiede nicht allein in Er-

---

<sup>1)</sup> Früher wurden bei Aktien sowohl in Deutschland (bis 31. Dezember 1912) als auch in Wien (bis 31. Juli 1917) Stückzinsen berechnet.

<sup>2)</sup> Durch Verordnung des Reichswirtschaftsministers vom 20. Juli 1923 waren die früheren Bestimmungen über die Berechnung von Stückzinsen für festverzinsliche Papiere außer Kraft getreten.

scheinung treten, den Nachteil, daß am Einlösungstag der Zinsenkupons, ebenso wie nach Abtrennung der Dividendenscheine bei Aktien, ein den Zinsen (bei Aktien der Dividende) entsprechender Abschlag vom Kurse vorgenommen werden muß<sup>1)</sup>.

## IV. Die Effektenbörse und ihre Geschäfte

### 1. Merkmale und Aufgaben der Effektenbörse

Jede Börse ist ein regelmäßig stattfindender Markt des Großhandels mit durch „Usancen“ weitgehend geregelten Verkehrsformen bei Abwesenheit der fungiblen Verkehrsobjekte<sup>2)</sup>. Dies gilt auch für die Effekten- oder Fondsbörse, an der vor allem versachlichte, langfristige Darlehen und Kapitalbeteiligungen gehandelt werden. An den meisten Effektenbörsen findet außerdem noch ein Handel in Wechseln und ausländischen Zahlungsmitteln neben verschiedenen Geldleihgeschäften, das heißt aus praktischen Gründen ein Zusammenfließen des Verkehrs in Effekten, Leihkapitalien anderer Art und ausländischen Zahlungsmitteln statt, worauf hier nicht mehr näher eingegangen werden soll.

Die große Fungibilität der Effekten und die immer wachsende Vervollkommnung des modernen Nachrichtenverkehrs ermöglicht das Zusammenströmen von Aufträgen aus weiten Gebieten, und zwar nicht nur der eigenen Volkswirtschaft, sondern auch aus fernen Ländern. Aber auch die anwesenden Käufer und Verkäufer bzw. deren Vertreter schließen zum großen Teil die Geschäfte nicht in eigener Person ab, sondern bedienen sich hierzu der verschiedenartigen Kommissionäre und Makler, wodurch Angebot und Nachfrage noch weiter entpersönlicht werden<sup>3)</sup>. Da infolgedessen nicht nur die Zahl der handelnden Personen, sondern auch die der auszuführenden Geschäfte durch Auftragskompensation eine Einschränkung erfährt, wird es möglich, daß innerhalb der kurzen Börsenzeit von wenigen Stunden an manchen Börsen enorme Umsätze im Auftrage einer fast unübersehbaren Zahl ursprünglicher Auftrag-

<sup>1)</sup> Wenn ein Papier, das einschließlich Zinsen oder Dividende gehandelt wird, im Preis weder gestiegen noch gefallen ist, muß der Kurs an jenem Tage, an dem das Effekt das erstmal ohne den fällig gewordenen Coupon („ex Coupon“) notiert wird, abgesehen von der Zinsendifferenz gegenüber dem Tage des letztvorangegangenen Handels — um den Betrag bzw. den entsprechenden Anteil des fälligen Coupons im Kurse niedriger stehen. Daher werden an diesem Tage auch die durch Makler früher vorgemerkten Limite (z. B. Ultimolimite) entsprechend reduziert.

<sup>2)</sup> Eine den Rahmen bildende, aber weniger ausführliche Definition findet sich bei Ottel: Die Technik des wirtschaftlichen Verkehrs, 2. Aufl., S. 258.

<sup>3)</sup> Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre, in Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute, 60. Aufl., 2. Bd., S. 152.



geber bewältigt werden können. Diese Zusammenfassung von Angebot und Nachfrage eines großen Wirtschaftsgebietes und darüber hinaus auf engem Raum kann aber nur infolge der Vertretbarkeit geschehen, die den Effekten von Natur aus eigen, ihnen also geradezu angeboren ist. Daher ist es keineswegs überraschend, daß der Börsenhandel in Effekten die höchste Ausbildung erhalten hat<sup>1)</sup>. Die Vertretbarkeit bewirkt auch, daß die ganze Aufmerksamkeit der Börsenbesucher der Preisbildung zugewendet und diese selbst „zum Mittelpunkt des Denkens und Handelns“<sup>2)</sup> werden kann. Damit hängt auch innig die Spekulation zusammen, „die Ausnützung der Preisunterschiede in Gegenwart und Zukunft“.

Noch mehr als auf anderen Märkten, an denen Angebot und Nachfrage zuweilen eine gewisse Kontinuität aufweisen, fällt an der Effektenbörse der Spekulation, bei deren Fehlen Angebot und Nachfrage an den einzelnen Börsentagen und zu verschiedenen Börsenstunden, in Menge und Intensität unregelmäßig abwechselnd, voneinander stark abweichende Preise zeitigen würden, eine preisausgleichende Rolle zu. Daher gilt hier in noch höherem Maße, was Walb<sup>3)</sup> mit Rücksicht auf die Börse im allgemeinen sagt: „Der Börsenpreis ist. . . . nicht nur ein nach der zufälligen Marktsituation der normalen Käufer und Verkäufer mechanisch registrierter, er ist vielmehr ein durch das Schmelzfeuer der spekulativen Überlegung gegangener und damit neu geformter Marktpreis.“ Diese Aufgabe der Prüfung und der den wirtschaftlichen Verhältnissen angemessenen Veränderung liegt vor allem in den Händen der berufsmäßigen Börsenspekulation. In dem Hinlenken zur richtigen mittleren Preislinie, dem Auftreten als Kaufinteressent, wenn dem Angebot die Nachfrage fehlt, oder als Verkäufer, wenn der Nachfrage kein Angebot gegenübersteht, beruhen die wichtigsten, im Interesse der Vereinlichung des Preises gelegenen Aufgaben des berufsmäßigen Spekulanten an der Börse.

Diese für die gesamte Wirtschaft so wohltätigen Einflüsse der Spekulation werden wohl durch das blinde Streben, aus dem Börsenspiel Gewinn zu erzielen, zuweilen sehr stark vermindert. Denn die Spekulanten lassen sich oft nicht bloß durch Erwägungen, die in der Wirtschaft begründet sind, sondern auch von dem durch die Börsenlage bedingten Aussichten, ungerechtfertigte Differenzgewinne zu machen, leiten. Da sie daraus beträchtlichen Nutzen ziehen, fördern sie nicht selten Einflüsse, die diesen Zwecken dienen. Ihre zahlreichen Mitläufer aus den Kreisen des außenstehenden Publikums stehen den Vorgängen an der

---

<sup>1)</sup> Hellauer: System der Welthandelslehre, S. 234.

<sup>2)</sup> Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 1038.

<sup>3)</sup> Walb: Die Börse als Organ der Wirtschaft, Betriebswirtschaftliche Rundschau, 1. Jahrg., S. 243.

Börse zum großen Teil ohne Sachkenntnis gegenüber. Deshalb wird oft eine anfangs berechnete Tendenzänderung zu weit verfolgt, um dann wieder ins Gegenteil umzuschlagen. Dabei ist aber das breite Publikum, da es den Zeitpunkt zur Umkehr nicht rechtzeitig erkennt, in der Regel der leidtragende Teil<sup>1)</sup>. Die Spekulation erfüllt dadurch zeitweise nicht ihre wichtige Aufgabe, als Preisregulator zu dienen; die Börse wieder verliert von der Bedeutung und ihrer Wirkung als geeignetes Preisbildungsorgan.

Ein besonderer Einfluß auf die Börsenspekulation und infolgedessen auf das ganze Börsengeschäft kommt dem Kredit zu. Er kann die Spekulation ins Ungemessene steigern, sie aber durch sein plötzliches Ausbleiben oder seine starke Beschränkung zum Zusammenbruch führen. Denn ohne Kredit kann nur jeder im Rahmen seiner Geldmittel kaufen und die für ihn verfügbaren Waren verkaufen. Durch die Möglichkeit, Geld oder Waren zu leihen, wird der Spekulation ein besonderer Anreiz geboten. Sie wird insbesondere in den Stand gesetzt, die Engagements im Terminhandel über die Erfüllungstermine hinaus aufrecht zu erhalten. Da das breite Publikum wenig à la baisse, dafür aber umso lieber à la hausse spekuliert, ist die Spekulation zum beträchtlichen Teil von der Bereitwilligkeit der geldverleihenden Banken abhängig<sup>2)</sup>.

Für die Einführung von Effekten an der Börse kommt wohl nur der Kassamarkt und nicht der Terminmarkt mit seinem Großverkehr und seiner besonderen Organisation in Betracht. Aber auch der Kassamarkt der Börse, das heißt die Börse überhaupt, wird bei der Unterbringung von Effekten im Publikum nur zum geringen Teil in Anspruch genommen. Ihre Heranziehung zur Emission kann entweder dadurch geschehen, daß der Ausgeber der Effekten, z. B. der Anleiheschuldner, die Papiere durch Vermittlung von Maklern oder Banken für eigene Rechnung verkauft, oder daß er sich bei der Einführung der Effekten in den Börsenverkehr der Mithilfe von Emissionsbanken bedient, wobei dem Emissionskredit dieser Institute eine wichtige Rolle zufällt. Die Mitwirkung dieser Emissionsinstitute bzw. Emissionshäuser, wird insbesondere bei der Begebung internationaler Werte und inländischer Anleihen im Ausland unentbehrlich<sup>3)</sup>. Die Bedeutung der Börse aber ist vor allem darin gelegen, daß sie den bereits emittierten Effekten<sup>4)</sup>

<sup>1)</sup> Vgl. Walb: a. a. O., S. 244.

<sup>2)</sup> Einzelheiten siehe S. 114 u. 120.

<sup>3)</sup> Leitner: Bankbetrieb und Bankgeschäfte, 6. Aufl., S. 278.

<sup>4)</sup> Im wirtschaftlichen Verkehr und ebenso in der wirtschaftlichen Literatur versteht man unter „emittieren“ die Inverkehrsetzung von Wertpapieren, bei der zum großen Teil die Banken in Anspruch genommen werden. Diese stellen ihren Geschäftsapparat, ihre Werkkraft und in den meisten Fällen auch ihre Mittel vorübergehend zur Verfügung.

einen gut funktionierenden Markt und regelmäßige Verkehrsmöglichkeiten bietet. Denn in der Mehrzahl der Fälle werden die neuemittierten bzw. neuausgegebenen Papiere nicht an der Börse erworben. Je weitreichender und vielgestaltiger die Filialen und Geschäftsverbindungen der Emissionsbanken sind, desto weniger wird die Börse durch Neuemissionen berührt. So beruht die hauptsächliche Bedeutung der Börse darin, daß sie einen Platz für den Handel in bereits emittierten Papieren bildet, der von jedermann mit Hilfe der Bankorganisation erreicht werden kann<sup>1)</sup>. Aus diesen Gründen wird auch für die meisten Effekten entweder vor oder nach der Emission um die Zulassung zum Börsenhandel angesucht.

Erst infolge der Tatsache, daß die Effektenbörse den jederzeitigen An- und Verkauf von Effekten ermöglicht, diese dadurch vor Unverkäuflichkeit schützt und regelmäßig die Preise der Papiere unter bestimmten Sicherungen öffentlich feststellt, werden die Effekten ein beliebtes Mittel der Kapitalanlage. An diese Voraussetzungen, die die jederzeitige Anlage von verfügbaren Mitteln in Effekten zulassen und gleichzeitig die Möglichkeit der Rückverwandlung von Effektenkapital in Geld bieten, ist die Aufbringung der ungeheuren Kapitalien, die von der modernen Wirtschaft gefordert werden, gebunden. Sind die Effekten wohl auch ein Mittel langfristiger Kapitalanlage, da die benötigten Kapitalien zumeist auf eine lange Reihe von Jahren oder sogar auf unabsehbare Zeit gebraucht werden, so könnten die Kapitalbesitzer doch auf so lange und zeitlich oft unbestimmte Bindungen nicht oder wenigstens nicht so leicht eingehen, stünde ihnen nicht an der Effektenbörse die jederzeitige Verkaufsmöglichkeit, das heißt die Wiederbeschaffung von Geldkapital offen. Nur mit Rücksicht auf diese Funktion der Kapitalumformung wird die Börse zu einem Mittelpunkt Anlage suchender Geldkapitalien und ebenso auch zu einer Stelle, wo die Nachfrage nach solchen Kapitalien gegen Hingabe langfristiger Kredit- oder Beteiligungsurkunden geltend gemacht werden kann.

---

Wenngleich in den Emissionsbegriff auch zuweilen die Übernahme von Effekten seitens einer Bank von dem Aussteller einbezogen wird, so muß unter Emission im eigentlichen und engeren Sinne der Verteilungsvorgang zwischen Emissionsunternehmung und Kapitalmarkt verstanden werden. Emittent ist daher derjenige, der sich mit der Unterbringung neuer Effekten von Dritten im eigenen Namen, sei es auch für Rechnung des Ausgebers, befaßt; er ist der Vermittler zwischen dem eigentlichen Ausgeber (öffentliche Körperschaft, Aktiengesellschaft) eines Papiers und dem Kapitalmarkt.

Literatur: a) ausführlich Schmalenbach: Finanzierungen; b) zusammenfassend Kalveram: Finanzierung. Handelshochschule, 1. Bd., S. 1311 ff.

<sup>1)</sup> Schmalenbach: Finanzierungen, 3. Aufl., S. 266.

An der Börse zeigt sich auch eine besondere Verkettung der Geschäfte. Diese besteht vor allem auf dem Terminmarkt, und zwar sowohl in der Tatsache, daß die Spekulanten erst durch das abgeschlossene Gegengeschäft den erhofften Gewinn erzielen und daher immer an Gegenstände denken, als auch darin, daß ein und derselbe Börsenschluß innerhalb einer Abrechnungsperiode nicht nur einmal, sondern öfter gekauft oder verkauft werden kann und damit auch noch Prolongations- und andere Geldleihgeschäfte verbunden sein können. Es ist klar, daß bei einer so kompliziert aufgebauten Organisation jede Störung an einer Stelle leicht auf andere übergreifen wird. Wenn ein Börsebesucher z. B. seinen Zahlungs- oder Lieferverpflichtungen nicht nachkommt, werden dadurch oft mehrere andere betroffen, die wieder ihrerseits ihre Verpflichtungen nicht erfüllen können. Daher gewinnt die Sicherstellung der Erfüllung für das klaglose Funktionieren der Börse besondere Bedeutung. Die Sicherung besteht einerseits in einer entsprechenden Auswahl der Personen<sup>1)</sup>, andererseits oft auch in einer Kautionsleistung seitens der Teilnehmer am Liquidationsverfahren und der Schaffung von Garantieverbänden, die für die Erfüllung ihrer Mitglieder bürgen, wie sie in Gestalt von Liquidationsvereine bestehen<sup>2)</sup>.

Es hieße die Merkmale der Effektenbörse nicht vollständig aufzeigen, wollten wir uns nicht schon an dieser Stelle mit den dort tätigen Personen und Berufsgruppen befassen.

Die am Effektenhandel beteiligten Personen können vor allem in zwei Hauptgruppen geteilt werden:

1. Personen, die als selbständige Kaufleute (Banken, Bankiers, Händler, Spekulanten) oder als deren vertretungsberechtigte Bevollmächtigte entweder für eigene Rechnung oder kommissionsweise Geschäfte abschließen.

2. Makler, die entweder beeidet sein können oder sich ohne eine solche Voraussetzung der Geschäftsvermittlung widmen.

Ebenso wie in Deutschland bilden auch in den Nachfolgestaaten die Banken und Bankiers das Rückgrat der Effektenbörsen. Sie besorgen sowohl die erste Ausgabe der Effekten im Auftrage der Kredit und Teilhaber suchenden Aussteller der Papiere, als auch die Durchführung der Aufträge zum Kauf und Verkauf für ihre Kommittenten. Die Effektengeschäfte der Banken und Bankiers sind — abgesehen vom Emissionsgeschäft — bei den meisten

<sup>1)</sup> Eine freie Auswahl der Mitglieder findet sich insbesondere an der Stock Exchange in London, die als Verein über die Aufnahme ihrer Mitglieder nach Belieben entscheiden kann. Daher konnten auch während des Krieges die Börsenmitglieder deutscher Abstammung vom Börsenverkehr in London ausgeschlossen werden. Denn alle Mitglieder müssen sich jährlich im Monat März einer Neuwahl durch das Börsenkomitee unterwerfen. Der Verkauf von Börsensitzen, die der Zahl nach beschränkt sind, wie er in New York zu hohen Preisen anzutreffen ist, bildet bis zu einem gewissen Grad einen Beweis für die Kapitalkraft des Börsenmitgliedes.

<sup>2)</sup> Solche Liquidationskassen, die für die Verbindlichkeiten ihrer Mitglieder haften, sind in Berlin die Liquidationskasse A. G. und in Frankfurt a. M. der Verein Kollektiv-Skontro e. V.

Instituten bzw. Bankhäusern zum überwiegenden Teil Kommissionsgeschäfte, die zu manchen Zeiten günstiger Börsenkonjunktur einen enormen Umfang annehmen.

Je größer das Kommissionsgeschäft einer Bank ist, desto öfter wird sich die Gelegenheit bieten, Geschäfte nicht an der Börse zur Durchführung zu bringen, sondern durch Auftragskompensation zu erledigen. Hat z. B. der Kommittent A den Auftrag zum Kauf von einem Schluß Kreditaktien bestens und der Kommittent B den Auftrag zum besten Verkauf der gleichen Anzahl dieser Aktien erteilt, so wird die Bank diese Aufträge nicht an die Börse bringen, sondern kompensieren<sup>1)</sup>. Allerdings ist die Kompensation nur in solchen Papieren ohne weiteres möglich, in denen die Festsetzung eines Börsenkurses bestimmt erwartet werden kann. Denn eine Kursnotierung im Kursblatt ist die unerläßliche Voraussetzung für die Abrechnung dieser Geschäfte an die Auftraggeber. Aber nicht nur die Zentralen der Großbanken, auch ihre Filialen und Depositenkassen ebenso wie Provinzbanken kompensieren womöglich die übernommenen Aufträge<sup>2)</sup>, weshalb nach mehrmaliger Kompensation schließlich nur die Salden (Spitzen) der erhaltenen Kauf- und Verkaufsaufträge an der Börse tatsächlich zur Durchführung gelangen. Daher wird die Effektenbörse mit Recht als ein Saldenmarkt bezeichnet.

Doch auch das Eigengeschäft wird von den Banken gepflegt, indem sie Effekten zur Kapitalanlage oder zwecks Einflußgewinnung auf andere Unternehmungen kaufen, Papiere aus eigenen Beständen abstoßen, Käufe und Verkäufe vornehmen, um die Kursgestaltung in Effekten zu beeinflussen, deren Ausgeber ihnen nahestehen (z. B. von Unternehmungen, die ihrem Konzern angehören) und schließlich Arbitrage- und Spekulationsgeschäfte durchführen. Allerdings wird sich in vielen Fällen keine genaue Abgrenzung zwischen Spekulation und den Maßnahmen der Bankpolitik bestimmen lassen.

Zu den selbständigen Kaufleuten zählen auch Personen, die gewerbsmäßig an der Börse Effekten für eigene Rechnung kaufen und verkaufen, um die sich ergebenden Kursunterschiede auszunutzen, weshalb sie auch als berufsmäßige Spekulanten bezeichnet werden. Auch die Kulissiers an der Wiener Börse zählen zu den Spekulanten<sup>3)</sup>, die sich vor allem der (kleinen) Tagespekulation widmen.

Die Bestellung amtlicher Makler an deutschen Börsen im Reiche bezweckt ebenso wie an den Börsen der österreichischen Sukzessionsstaaten insbesondere die Sicherung der richtigen Preisfeststellung und Ordnungsmäßigkeit des Geschäftsabschlusses. Während in Deutschland früher nur diese Personen das Recht der Geschäftsvermittlung besaßen, sind sie heute als Kursmakler, ebenso wie die Sensale in Wien, zur Mitwirkung an der amtlichen Kursfeststellung berufen<sup>4)</sup>. In den Geschäften des offiziellen Börsenverkehrs obliegt ihnen auch die Geschäftsvermittlung. Für ihre Tätigkeit erhalten sie eine Courtage, die von den beiden Kontrahenten je zur Hälfte getragen wird.

<sup>1)</sup> Ein sehr instruktives Beispiel über die zentrale Auftragskompensation gibt Schmalenbach in den „Finanzierungen“, 3. Aufl., S. 265f.

<sup>2)</sup> Über die Grenzen der Kompensationsmöglichkeiten siehe Meithner „Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr“, S. 17.

<sup>3)</sup> Ausführlich behandelt in Meithner: a. a. O., S. 17 und 21f.

<sup>4)</sup> Für die Hamburger Börse sind keine beeedeten Makler bestellt, sondern bloß für die Notierung in Pflicht genommene Vermittler.

Mit den Kursmaklern stehen an reichsdeutschen Börsen die freien Makler oder Pfuschkakler im Wettbewerb, die für ihre Vermittlung eine geringere Gebühr berechnen oder den Geschäftsabschluß sofort — nötigenfalls durch Selbsteintritt — zur Durchführung bringen<sup>1)</sup>. Auch an der Wiener Börse gibt es solche Vermittler, Agenten genannt, die hier wohl nur für die Kulisse-Geschäfte, das sind die Geschäfte im freien Handel (der zum überwiegenden Teil offiziell ist) in Betracht kommen<sup>2)</sup>. Außerdem widmen sich diese freien Makler in Deutschland ebenso wie in Wien noch der Tagespekulation.

Schließlich gibt es an der Börse Hilfspersonen, wozu Angestellte ohne Vertretungsbefugnis, Boten und Vertreter der Presse gerechnet werden müssen.

## 2. Die Organisation des Verkehrs

Auf die Tatsache, daß von den Kapitalanlagen nur die Effekten über einen organisierten Markt verfügen, weist Somary<sup>3)</sup> mit Recht hin, wenn er sagt: „Unter den Kapitalanlagen haben nur die Effekten einen organisierten Markt, die übrigen Gruppen sind nicht organisiert. Weder das Eigentum an Grund und Boden, noch jenes an Handels- und Industrieunternehmungen, soweit es sich nicht um Aktiengesellschaften handelt, ist marktmäßig zu erwerben oder zu veräußern.“ Insbesondere auf dem nichtorganisierten Kapitalmarkt erfordert die Kapitalanlage auch größere Beträge und hat den Nachteil, daß schon die Abstoßung einer solchen Anlage, noch mehr aber der dafür zu erzielende Preis mit weit weniger annähernder Sicherheit bestimmt werden kann als bei Effekten.

Ganz anders liegen die Verhältnisse auf dem Effektenmarkt. Die Organisation dieses Marktes, dessen Verkehr ebenso zur Börse, wie das Blut im Körper zum Herzen strömt, beseitigt solche Unzukömmlichkeiten. Infolge der Fungibilität des Effektenkapitals wird die organisierte Marktbildung, infolge Zerlegung der Kapitalforderungen und Kapitalbeteiligungen in kleine Abschnitte auch die Verteilung verhältnismäßig kleiner Kapitalien auf mehrere Anlagen ermöglicht. In Anbetracht des Vorhandenseins der Börse als eines Marktes, auf dem jederzeit Tauschbereitschaft herrscht, hat der Effektenbesitzer stets die Möglichkeit, seine Kapitalanlagen zu veräußern; er kann sich täglich oder doch sehr oft auch über die Preise vergewissern, die für seine Papiere bezahlt werden und ist schließlich bei der Beurteilung der Zukunftsaussichten einer Unternehmung nicht nur auf sein eigenes Urteil und nicht auf eine mühevoll kontrollierte Angewiesenen, wie bei den Anlagen des nichtorganisierten Kapitalmarktes, sondern wird darin auch durch die Tages- und Finanzblätter fortlaufend unterstützt.

<sup>1)</sup> Vgl. Prion: a. a. O., S. 1042f.

<sup>2)</sup> Einzelheiten in Meithner: „Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr“, S. 20 und 22.

<sup>3)</sup> Somary: Bankpolitik, S. 208.

Die Vorzüge des Börsenverkehrs bringen es mit sich, daß die Börse auch eine Anziehungskraft auf Effekten ausübt, die nicht jene Qualitäten besitzen, um die Sicherung der genannten Vorteile für die Zukunft wenigstens mit einiger Gewißheit zu verbürgen. Damit die Institution der Börse nicht Schaden leide, sind infolgedessen alle Börsen gezwungen, Vorsorgen zu treffen, daß wenigstens die offiziell gehandelten Effekten besonderen Anforderungen genügen.

Es erscheint daher notwendig, stets zwischen dem eigentlichen, voll qualifizierten und dem an der Börse nur geduldeten „freien“ Börsenverkehr genau zu unterscheiden. Wenn hier in der Folge vom Börsenhandel die Rede ist, soll darunter insbesondere der offizielle Handel an der Börse verstanden werden, der bloß in solchen Papieren stattfinden darf, die zu diesem Handelsverkehr nach Überprüfung der Voraussetzungen zugelassen worden sind<sup>1)</sup>.

Die Bedeutung des offiziellen Börsenhandels für ein Effektiv beruht vor allem in der amtlichen Feststellung und amtlichen Veröffentlichung des Preises, sowie in der Möglichkeit, daß das Papier bei Zutreffen weiterer Voraussetzungen auf Termin gehandelt und in das Liquidationsverfahren einbezogen werden kann.

Dagegen erstreckt sich der freie Börsenverkehr auf Effekten, die zum offiziellen Handel nicht zugelassen sind. Dies schließt jedoch nicht aus, daß sie an der Börse inoffiziell gehandelt werden. Doch findet für sie weder eine amtliche Kursermittlung noch Kursveröffentlichung statt. Die zustandegekommenen Preise bleiben unkontrolliert, da sie nur privaten Charakter tragen.

Infolge des großen Geschäftsumfanges in amtlich nicht notierten Werten wurde 1921 in Berlin ein „Ausschuß für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten“ gebildet, der über Geschäftsvorgänge und Gebräuche in diesem Verkehr beschließt, während die Festlegung von Usancen für den Handel in solchen Papieren dem Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes vorbehalten ist. Im Jahre 1923 hat der obgenannte Ausschuß der Berliner Börse „Richtlinien für die Einführung von amtlich nicht notierten Wertpapieren“ festgesetzt<sup>2)</sup>.

In Wien bedürfen solche Effekten (Exoten), damit sie an der Börse überhaupt straflos gehandelt werden können, der Zustimmung der Börsenkammer und Genehmigung des Börsenkommissärs.

---

<sup>1)</sup> Die Begutachtung der Wertpapiere obliegt in Deutschland den Zulassungsstellen der einzelnen Börsen. Die Zulassung zum Börsenhandel ist in §§ 36 bis 49 des Börsengesetzes geregelt.

In Österreich bestimmt der Finanzminister nach Anhörung der Börseleitung, welche Wertpapiere börsenmäßig gehandelt und im amtlichen Kursblatt notiert werden dürfen (§ 9 des österr. Börsengesetzes).

<sup>2)</sup> Eine Darstellung des gesamten Verkehrs in solchen Papieren bietet Scheller: Der Handel in amtlich nicht notierten Werten. Berlin. 1924.

Neben dem Freiverkehr in „nicht zugelassenen“ Wertpapieren ist an manchen Börsen (z. B. in Berlin) auch ein inoffizieller Handel in zugelassenen Effekten nicht unbedeutend<sup>1)</sup>.

Von bestimmendem Einfluß auf den gesamten Börsenverkehr ist die Organisation der Börsen, insbesondere der Grad ihrer Abhängigkeit von der Gesetzgebung, ihre Leitung, die Zulassungsbedingungen zum Börsenhandel, die Regelung des Maklerwesens, die Aufstellung von Geschäftsbedingungen, die Art des Zustandekommens der Preise und deren Veröffentlichung, die Heranziehung von Schiedsgerichten und die Lösung der damit zusammenhängenden Fragen. Daher haben auch die Londoner Börse mit ihrem vorwiegenden Terminhandel, die New Yorker Börse mit ihrem ausschließlichen Kassaverkehr, die Pariser Börse infolge der Vorrechte ihrer Makler und ebenso die deutschen Börsen, an denen außer einem Terminmarkt ein sehr ausgedehnter Kassamarkt besteht, ihre besonderen Handelsorganisationen.

Wir finden zunächst Börsen, die frei von jeder staatlichen Einmischung als private Einrichtung ohne fremden Antrieb oder obrigkeitliche Veranlassung für ihre Verfassung und die Einrichtung des Börsenverkehrs Sorge tragen. Zu diesen gehören insbesondere die Stock Exchange in London und die New Yorker Börse, an denen die Mitgliederzahl beschränkt ist<sup>2)</sup>.

Während an der Pariser Börse, die dem Publikum frei zugänglich ist, nur das Maklerwesen durch den Staat eine Regelung erfährt, erstrecken sich die Bestimmungen des deutschen Börsengesetzes von 1896<sup>3)</sup> auf die Gesamteinrichtung der Börse. Danach steht den Landesregierungen die Genehmigung der Errichtung einer Börse ebenso wie das Aufsichtsrecht über die Börsen zu, die von dem Recht, die unmittelbare Aufsicht den Handelskammern zu übertragen, in den meisten Ländern Gebrauch gemacht haben. Als Organ der Staatsregierung wird für jede Börse ein Staatskommissär bestellt. Die Börsenordnung, die durch die Landesregierung zu genehmigen ist, hat gemäß § 5 des Börsengesetzes Bestimmungen zu enthalten über die Börsenleitung und ihre Organe, über die Geschäftszweige, für die die Börseneinrichtungen bestimmt sind, über Voraussetzungen der Zulassung zum Besuche der Börsen und

<sup>1)</sup> Über weitere Einzelheiten, insbesondere an deutschen Börsen, siehe Prion: Art. „Börsenwesen“, im Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 1053f.

<sup>2)</sup> Auch an der Londoner Stock Exchange ist dadurch, daß das neue Mitglied eine „Nomination“, das heißt das Mitgliedsrecht eines zurücktretenden Mitgliedes erwerben muß, die Mitgliederzahl beschränkt worden. Vgl. Salings Börsenpapiere, I. Teil, S. 463. 1928.

<sup>3)</sup> Das Reichsbörsengesetz vom 22. Mai 1896 (R.G.Bl., S. 157) ist durch Gesetz vom 8. Mai 1908 (R.G.Bl., S. 163) wesentlich, durch Gesetz vom 23. Dezember 1920 (R.G.Bl., S. 2317) und durch Gesetz vom 28. Dezember 1921 (R.G.Bl., Nr. 22, S. 25) nur geringfügig geändert worden.



darüber, in welcher Weise die Preise und Kurse zu notieren sind. Die deutschen Börsen haben aber durch das erwähnte Börsengesetz keineswegs ihren ursprünglichen Charakter als freie Versammlungen der Kaufmannschaft verloren; denn es bleibt ihnen unbenommen, festzusetzen, ob der Zutritt zur einzelnen Börse jeder börsenfähigen Person (wie in Hamburg bis 1921) gestattet, oder an mehr oder minder strenge Voraussetzungen geknüpft sein soll. Doch ist die Entwicklung den Weg zur „geschlossenen Versammlung“ gegangen<sup>1)</sup>.

Nach dem österreichischen Börsengesetz<sup>2)</sup> ist zur Errichtung von Börsen die Bewilligung des Finanz- und des Handelsministers nach Anhörung der Handels- und Gewerbekammer erforderlich. Die Börsen tragen Korporationscharakter<sup>3)</sup>, stehen unter einer selbständigen Leitung und unter staatlicher Überwachung (§ 1). Für jede Börse muß ein besonderes Statut aufgestellt werden, das gleichfalls der Genehmigung der genannten Minister bedarf. Die Börsen unterstehen in allen Verwaltungsangelegenheiten unmittelbar der Landesregierung. Bei jeder Börse wird ein Börsekommissär bestellt, welcher die Oberaufsicht an der Börse führt (§ 4). Als Börsengeschäfte sind jene Geschäfte anzusehen, die im öffentlichen Börsenlokal, in der festgesetzten Börsenzeit über solche Verkehrsgegenstände geschlossen worden sind, die an der betreffenden Börse gehandelt und notiert werden dürfen (§ 12)<sup>4)</sup>.

Dem Börsenvorstand ist an deutschen Börsen ebenso wie der „Wiener Börsekammer“ die Börsenleitung anvertraut, indem ihnen von Gesetzes wegen Leitungsbefugnisse übertragen sind. Doch ist es in Deutschland Sache der Börsenordnung, in Österreich Aufgabe des Statuts, die Art der Ausübung dieser Befugnisse näher festzusetzen. In Deutschland sind zuweilen auch der Handelskammer einzelne Leitungsbefugnisse zugewiesen<sup>5)</sup>.

In Deutschland genügt an offenen Börsen die Börsenfähigkeit zum Besuch derselben (bis 1921 in Hamburg). Es müssen dabei alle Personen als börsenfähig angesehen werden, denen nicht nach den gesetzlichen Bestimmungen der Zutritt zu einer Börse versagt ist<sup>6)</sup>. Dadurch, daß die Börsenordnungen die Ausschließungsgründe erweitern und besondere Anordnungen erlassen können, gelangt man zu den sogenannten

<sup>1)</sup> Hellauer: Handelsverkehrslehre. Handelshochschule, I. Bd., S. 936.

<sup>2)</sup> Gesetz vom 1. April 1875, R.G.Bl. Nr. 67, betreffend die Organisation von Börsen.

<sup>3)</sup> Hellauer: a. a. O., S. 937.

<sup>4)</sup> Über Börsengeschäfte und Börseneinrichtungen nach österreichischem Recht vgl. Pisko: Lehrbuch des Österreichischen Handelsrechts, S. 129ff. Wien. 1923.

<sup>5)</sup> Z. B. erfolgt die Zulassung zum Börsenbesuch in Köln durch die Handelskammer, in Hamburg durch einen von dieser eingesetzten Ausschuß.

<sup>6)</sup> Göppert: Art. „Börsenrecht“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 1012.

geschlossenen Börsen, die in Deutschland heute mit einzelnen Einschränkungen und in den Nachbarstaaten Österreichs durchwegs anzutreffen sind. Bei dieser Art wird für den ständigen Börsenbesuch die Zulassungserklärung der durch die Börsenordnung festgesetzten Stelle verlangt, soweit nicht einzelne Personen kraft ihres Amtes Zutritt zur Börse haben (Staats- bzw. Börsenkommissäre, besonders bestellte Makler, Angestellte der Börsen u. dgl.). Die Erteilung dieser Berechtigung hat nur die Bedeutung, daß dem Ansuchenden der Börsenbesuch erlaubt wird, wenn er allen anderen Anforderungen Genüge leistet (z. B. Zahlung der Börsengebühren, zuweilen Börsenbesuchsabgabe und andere).

Die Zulassung erfolgt in Deutschland in der Regel nicht für die Firmen, sondern für die einzelnen physischen Personen; sie kann sowohl für Firmeninhaber und gesetzliche Vertreter juristischer Personen (z. B. Direktoren von Aktiengesellschaften) als auch für Angestellte mit der Befugnis, am Börsenhandel teilzunehmen, aber auch ohne eine solche Befugnis erteilt werden (z. B. an Pressevertreter und Personen, die außerhalb der Börsenstadt wohnen). An manchen deutschen Börsen hat sich die Ansicht durchgesetzt, daß die Zulassungsstelle Kaufleute, die ins Handelsregister der Börsen- oder einer Nachbarstadt eingetragen sind, nicht ohne besonderen Hinderungsgrund abweisen dürfe. In Berlin ist man jedoch in den letzten Jahren hinsichtlich der Zulassung zu einer strengeren Auswahl übergegangen.

Für die Berliner Börse erfolgt die Zulassung durch den Börsenvorstand<sup>1)</sup>. Der schriftlich zu stellende Zulassungsantrag bedarf — in der Hauptsache ausgenommen Angestellte und Boten — der Unterstützung durch drei Gewährsmänner, die seit mindestens drei Jahren zum Börsenbesuch zugelassen sind. Doch sind Vorstandsmitglieder öffentlicher Bankanstalten von der Stellung der Gewährsmänner befreit. Im übrigen ist der Antrag mit Angabe der Garanten durch Aushang in den Börsensälen während acht Börsentagen bekanntzumachen. Nach Ablauf dieser Frist haben die Gewährsmänner über den Empfohlenen durch Protokoll eine Erklärung abzugeben. Darüber hinaus können von ihnen auch sonstige Auskünfte über Person- und Vermögensverhältnisse des Antragstellers gefordert werden (§§ 21 und 22).

Bei Anträgen auf Zulassung zur Abteilung Wertpapierbörse muß jeder Gewährsmann gleichzeitig mit der Stellung des Antrages eine Sicherheit in der Höhe von RM 5000,— durch Hinterlegung bei der Industrie- und Handelskammer leisten, worüber die Kammer nach freiem Ermessen verfügen kann, wenn die Zulassung binnen drei Jahren infolge näher bezeichneter Ursachen zurückgenommen wird oder der Empfohlene infolge rechtskräftiger Verurteilung wegen betrügerischen Bankrotts auf die Zulassung verzichtet.

An der Wiener Börse werden Börsenbesucher und Börsenmitglieder unterschieden. Das schriftliche Ansuchen um Zulassung zum ständigen Börsenbesuch hat Angaben über den beabsichtigten Geschäftsbetrieb sowie über die Vermögensverhältnisse des Gesuchstellers zu enthalten und muß von zwei Börsenmitgliedern als Gewährsmännern unterfertigt sein. Diese werden protokollarisch darüber einvernommen, ob sie nach sorgfältiger Prüfung den Gesuchsteller für würdig halten, zum Börsenbesuch zugelassen zu werden. Spricht sich die Börsenkammer für die Zulassung aus, so werden die Namen des Gesuchstellers und seiner Gewährsmänner im Börsensaal schriftlich kund-

<sup>1)</sup> Die Bestimmungen hierüber enthält die Börsenordnung.

gemacht und der Termin angegeben, bis zu dem Reklamationen gegen die Zulassung schriftlich einzubringen sind. Dieser endet am achten Tage nach der Kundmachung. Jeder, der eine Börsenkarte ordnungsmäßig erlangt hat, ist Börsenbesucher. Auch die Bevollmächtigung von Angestellten wird durch mindestens acht Tage mittels Anschlag an der Börse und durch das Börsenverordnungsblatt bekanntgemacht.

Die „Mitgliedschaft“ der Wiener Börse wird im allgemeinen durch den Besitz von Jahreskarten in den zwei letzten Kalenderjahren, das laufende eingeschlossen, erworben, gleichgültig, ob der Inhaber der Karte selbständig oder als Angestellter tätig ist. Firmeninhaber, persönlich haftende Gesellschafter, Gesellschaften und Anstalten, erwerben die Mitgliedschaft schon früher, wenn die Firma durch die drei letzten Jahre bei einem Handelsgericht der Republik Österreich registriert war (§ 36 des Statuts).

Zu den besonderen Obliegenheiten des Börsenvorstandes gehört gemäß § 50 des deutschen Börsengesetzes nach Maßgabe der Börsenordnung (z. B. in Berlin nach § 10, Nr. 8, in Frankfurt a. M. nach § 9, Nr. 6) die Feststellung der Börsengeschäftsbedingungen. Nur für einige deutsche Börsen erfolgt die Feststellung dieser Bedingungen durch die Handelskammer auf Grund der allgemeinen von den Kammern in Anspruch genommenen Befugnis, Geschäftsgebräuche festzustellen<sup>1)</sup>.

Gemäß § 3 des österreichischen Börsengesetzes erläßt die Börsenleitung die Normen zur Regelung des Börsenverkehrs innerhalb der gesetzlichen Grenzen.

Diese Bedingungen gelten, wenn nichts Gegenteiliges vereinbart wird, im Börsenverkehr als maßgebend. Durch die Feststellung solcher Usancen muß nicht eine bereits eingebürgerte, tatsächliche Übung festgelegt, sondern bloß zum Ausdruck gebracht werden, was für angezeigt gehalten wird. Daher ist eine jederzeitige Änderung möglich. Obwohl die Geschäftsbedingungen keine objektive Rechtsnorm vorstellen, wird deren Zugrundelegung bei ordnungsmäßigem Geschäftsabschluß an der Börse als dem Parteiwillen gemäß angenommen, sofern nicht ausdrücklich ein Vorbehalt erfolgt ist.

Eine der wichtigsten Aufgaben der Börsenleitungen ist die Feststellung der Preise, die im Kursblatt authentisch veröffentlicht werden.

Nach dem deutschen Börsengesetz steht den einzelnen Börsen die Wahl frei, ob eine amtliche Preisfeststellung stattfinden soll oder nicht. Diese kann aber durch die Landesregierung in der Börsenordnung vorgeschrieben werden. Wenn eine amtliche Preisfeststellung stattfinden soll, hat die Börsenordnung das Erforderliche zu bestimmen. Tatsächlich enthalten auch die Börsenordnungen der deutschen Börsen solche Regelungen. Da aber für Wertpapierbörsen die Voraussetzungen amtlicher Feststellung der Börsenpreise durch das Börsengesetz (§§ 29

<sup>1)</sup> Göppert: a. a. O., S. 1023.

bis 35) besonders geregelt sind, genügen für die einzelnen Börsen Detailbestimmungen<sup>1)</sup>.

In Österreich bestimmt § 8 des Börsengesetzes, daß die amtliche Ermittlung der Kurse der umgesetzten Verkehrsgegenstände an jedem Börsentage nach Schluß der Börse auf Grund der von den Maklern während der Börsenzeit abgeschlossenen Geschäfte und der ihnen in Ausübung ihres Amtes bekanntgewordenen Daten unter Aufsicht des Börsenkommissärs von Mitgliedern der Börsenleitung zu geschehen hat.

Zur Erledigung von Streitigkeiten, vor allem aus Börsengeschäften, dienen kaufmännische Börsenschiedsgerichte, deren Errichtung infolge der Leichtigkeit und notwendigen Sicherheit des Börsenverkehrs für diesen unerläßlich ist. Ihre Vorteile bestehen insbesondere in einem beschleunigten Verfahren und darin, daß die Entscheidung durch sachkundige Personen, die mit den Erfordernissen und Gebräuchen des Handels vertraut sind, gefällt werden.

### 3. Die Geschäftsformen

#### A. Festgeschäfte (unbedingte Geschäfte)

Die Festgeschäfte, bei denen Art und Ausmaß der Erfüllung schon beim Abschluß des Geschäftes feststehen und nicht erst — wie bei den Prämiengeschäften — später bestimmt werden, können an Effektenbörsen hinsichtlich der Erfüllungszeit im allgemeinen in zwei Hauptgruppen geschieden werden:

1. In Geschäfte, die entweder sofort oder nach wenigen Tagen zu erfüllen sind (Kassageschäfte) und

2. in Termingeschäfte, bei denen Lieferung und Zahlung erst nach längerer Zeit stattfinden und die Erfüllung durch die Usancen näher bestimmt wird.

Jene Geschäfte können daher auch als Geschäfte per sofort oder als sehr kurzfristig, diese als mittel- oder langfristig bezeichnet werden.

#### a) Das Kassageschäft

Die Kassageschäfte sind als Promptgeschäfte dahin zu verstehen, daß die Effekten gegen sofortige Lieferung gekauft bzw. gegen sofortige Barzahlung verkauft werden. Da jedoch die Lieferung von Effekten am Tage des Geschäftsabschlusses in der Regel nicht mehr möglich ist,

<sup>1)</sup> Im Börsengesetz zugelassene Abweichungen von den gesetzlichen Bestimmungen finden sich in Frankfurt a. M., wo die Kursfeststellung durch die Maklerkammer erfolgt, und in Hamburg, wo statt der Kursmakler vom Börsenvorstand bestellte, durch Handschlag verpflichtete Hilfspersonen bei der Kursfeststellung mitwirken.

bestimmen die Geschäftsbedingungen, z. B. für die Berliner, Hamburger, Breslauer, Stuttgarter und Budapester Börse, daß Kassageschäfte an dem auf den Abschlußtag folgenden Börsentag zu erfüllen sind, in Frankfurt a. M., Köln und Mannheim, daß die Lieferung am zweiten Werktag zu erfolgen hat. Die Bedingungen für den Handel an der Wiener Börse setzen für die Erfüllung der Geschäfte per Kassa in Arrangementpapieren<sup>1)</sup> an der Prager Börse für alle Kassageschäfte den dritten auf den Abschluß folgenden Börsentag fest. Doch sind an einigen Börsen auch Kassageschäfte „per einige Tage“ zulässig, bei denen die Erfüllung nur wenige Tage später stattfindet<sup>2)</sup>.

Der Abschluß von Kassageschäften ist nicht an bestimmte Mengen (Schlüsse) gebunden. Er kann entweder zwischen Käufer und Verkäufer unmittelbar oder durch Vermittlung eines amtlichen oder eines freien Maklers (Agenten) stattfinden. An den deutschen Börsen zählen sowohl die durch Festsetzung von Einheitskursen als auch die im Verkehr zu „fortlaufenden Kursen“ getätigten Abschlüsse zu den Kassageschäften. An der Wiener und Prager Börse gelten außer allen ausdrücklich „per Kassa“ abgeschlossenen Geschäften mangels einer besonderen Vereinbarung Abschlüsse in Papieren, die nicht in das Arrangement einbezogen sind, und in Teilschlüssen (Stücken) von Arrangementeffekten als Geschäfte per Kassa. Über ein zustandegekommenes Geschäft wird in der Regel eine Schlußnote (Schlußzettel) ausgestellt<sup>3)</sup>.

Die effektive Abwicklung der Geschäfte, die durchwegs außerhalb der Börse stattfindet, hat entweder direkt, das heißt unmittelbar zwischen den Kontrahenten, zu erfolgen, und zwar derart, daß der Verkäufer dem Käufer die verkauften Werte in das Geschäftslokal liefert bzw. liefern läßt, oder durch Zuhilfenahme von Vermittlungsinstituten, wie der Bank des Berliner Kassenvereines oder dem Wiener Giro- und Kassenverein<sup>4)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Für Geschäfte per Kassa in Effekten, die nicht in das Arrangement einbezogen sind, gilt, wenn sie am Montag, Dienstag oder Mittwoch abgeschlossen wurden, der darauffolgende Montag, wenn sie am Donnerstag, Freitag oder Samstag geschlossen wurden, der darauffolgende Donnerstag den Bedingungen für den Handel an der Wiener Börse gemäß als Erfüllungstag.

<sup>2)</sup> An deutschen Börsen hat bei solchen Geschäften jede Partei das Recht, am dritten Börsentag nach dem Abschluß Erfüllung zu verlangen. In Wien sind Geschäfte „auf einige Tage Lieferung“ längstens am fünften Tage nach dem Abschlusse zu erfüllen.

<sup>3)</sup> Einzelheiten hierüber bei Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 1054 und in meinem Buch „Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr“, S. 22ff.

<sup>4)</sup> Die Lieferung muß in usancemäßig gangbaren Stücken erfolgen, und darf in Abschnitten von bestimmter Art und Höhe nur dann gefordert werden, wenn dies beim Abschluß des Geschäftes bedungen wurde.

Während die Kassageschäfte an den Börsen Deutschlands noch die erste Stelle einnehmen, stehen diese Geschäfte an manchen anderen Börsen, insbesondere in London und Paris, den Termingeschäften an Bedeutung nach<sup>1)</sup>.

### b) Das Termingeschäft

#### a) Kauf- und Verkaufsgeschäfte

Termingeschäfte sind solche Geschäfte, bei denen Leistung und Gegenleistung, besonderen Bedingungen entsprechend, in der Zukunft erfolgen. Käufer und Verkäufer haben erst zu einem späteren Zeitpunkt zu erfüllen, der durch eine längere Spanne Zeit vom Abschlußtag getrennt ist. Es liegt insofern ein doppelseitiges Kreditgeschäft vor, als der Verkäufer die Zahlung, der Käufer die Warenleistung kreditiert. Beide versprechen für einen bestimmten späteren Termin eine Leistung und erhoffen für diesen die Gegenleistung.

Kommen auch an der Effektenbörse zuweilen gewöhnliche Zeitgeschäfte<sup>2)</sup> vor, so zeichnen sich die Termingeschäfte vor jenen hauptsächlich durch die Ausgestaltung ihrer Technik und durch die besonderen, für sie geschaffenen Einrichtungen aus. Ein Lieferungsgeschäft wird erst dann zum börsenmäßigen Termingeschäft, wenn es auf Grund von Geschäftsbedingungen abgeschlossen wird, die für den Markt der Börse aufgestellt sind, „sofern hierbei jedem einzelnen Kontrahenten die Möglichkeit geboten ist, seine Geschäfte im Wege einer Skontration . . . abzuwickeln“<sup>3)</sup>. Der Abschluß eines Börsentermingeschäftes setzt also „einheitliche Geschäftsbedingungen entsprechender Art“ voraus und außerdem müssen zur „Differenzabrechnung von Geschäften, die zwischen verschiedenen Personen geschlossen worden sind, . . . entsprechende Einrichtungen und Bestimmungen getroffen sein, welche Übertragungen der Übernahms- bzw. Lieferungsverpflichtungen von einer Partei auf eine andere, sowie die Begleichung der Differenzen ermöglichen bzw. erleichtern; und endlich muß von diesen Bedingungen und Einrichtungen seitens einer größeren Anzahl von Personen auch Gebrauch gemacht werden“<sup>4)</sup>.

<sup>1)</sup> Auch an der Wiener Börse stehen die Geschäfte per Kassa mit Rücksicht darauf, daß sämtliche Aktien, alle (in Abteilung I des Kursblattes notierten) Schuldverschreibungen der Republik Österreich und mehr als 30 andere (meistgehandelte) Obligationen in das Wochenarrangement einbezogen sind, hinsichtlich Bedeutung und Umsatz hinter den Arrangementgeschäften zurück.

<sup>2)</sup> So lassen die Bedingungen für den Handel an der Wiener Börse auch in Effekten, die nicht in das Arrangement einbezogen sind, ausdrücklich Geschäfte auf feste Termine („Zeitgeschäfte“) zu, bei deren Abschluß ein besonderer Fälligkeitstermin vereinbart wurde, der z. B. auch in Monaten ausgedrückt werden kann.

<sup>3)</sup> Hellauer: System der Welthandelslehre, S. 435.

<sup>4)</sup> Hellauer: a. a. O., S. 435.

Beim Effekterminggeschäft sind durch die Bestimmungen für den Terminhandel immer die Effekten, in denen solche Geschäfte geschlossen werden können, die Mindestmenge und schließlich die Termine genau festgelegt, die für die Erfüllung derartiger Geschäfte in Betracht kommen. Bei den eigentlichen Termingeschäften besteht entweder nur Ultimo- oder auch Medioliqutation. Doch kann auch bei wöchentlicher Abwicklung der Geschäfte (wie der Arrangementgeschäfte in Wien und Prag) von kurzfristigen Termingeschäften gesprochen werden<sup>1)</sup>.

Die Abwicklung der Termingeschäfte erfolgt durch besondere Liquidations-, Skontrations- oder Arrangementverfahren, die an den einzelnen Börsen in verschiedenen Arten durchgeführt werden<sup>2)</sup>.

Es bleibt daher beim Geschäftsabschluß den Kontrahenten bloß überlassen, sich außer über die Anzahl der Mengeneinheiten (Schlüsse), über den Preis zu einigen, sofern sie das Geschäft für den nächsten Termin abschließen wollen. Über den Zeitpunkt brauchen sie sich nur dann zu verständigen, wenn das Geschäft an einem anderen als dem nächsten Termin erfüllt werden soll, z. B. nicht per Ultimo des laufenden, sondern des nächsten Monats. Jedenfalls sind sie in der Lage, dem Preis wenn nicht ihr ausschließliches, so doch ihr Hauptaugenmerk zuzuwenden.

Hat das Börsenterminggeschäft bei zeitgerechtem Abschluß auch die Vorteile eines Lieferungsgeschäftes im weiteren Sinne<sup>3)</sup>, indem sowohl Warenübergabe als Zahlung erst in einem späteren Zeitpunkt statt-

<sup>1)</sup> Die für das (wöchentliche) Arrangement in Wien abgeschlossenen Börsengeschäfte werden oft als Kassageschäfte mit liquidationsmäßiger Abwicklung bezeichnet. Wenngleich die Zeitspanne, die den Abschluß für denselben Kassatag zuläßt, sehr kurz ist (nämlich 1 Woche), so kann dieser doch 14 Tage nach dem Geschäftsabschluß liegen. Dieser Zeitraum erscheint meines Erachtens lang genug, um die Arrangementgeschäfte als kurzfristige oder uneigentliche Termingeschäfte zu bezeichnen.

<sup>2)</sup> Die ausführlichste Darstellung der verschiedenen Systeme von Liquidationseinrichtungen verdanken wir Fritz Schmidt in „Liquidation und Prolongation im Effektenhandel“. Leipzig. 1912.

Das Liquidationsverfahren der Wiener Börse wird in meinem Buch „Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr“ eingehend erörtert.

Über die neue Art der Abrechnung in Berlin unterrichtet Mahrholz: Das neue Abrechnungsverfahren im Effekten-Termingeschäft, „Bankwissenschaft“, 5. Jahrg., H. 9.

<sup>3)</sup> Ein Lieferungsgeschäft im weiteren Sinne liegt vor, wenn der Kaufvertrag hinsichtlich der Lieferung nicht nach oder innerhalb einer Frist von wenigen Tagen, sondern erst später (und zwar an einem bestimmten Tag oder innerhalb einer Frist) zu erfüllen ist.

Bei einem Börsenterminggeschäft kann aber die Erfüllung auch schon nach wenigen Tagen stattfinden müssen, wenn das Geschäft erst gegen Ende der Zeitperiode, in der Geschäfte mit dem gleichen Erfüllungstag getätigt werden können, zum Abschluß gekommen ist.

Vgl. Hellauer: System der Welthandelslehre, S. 435, Anm. 1, S. 302 und 305 f.

finden, so liegen die Vorzüge des Termingeschäftes doch vor allem in der Möglichkeit des Abschlusses von Gegengeschäften und dadurch in der Ersparung von Bezug oder Lieferung ebenso wie Zahlung infolge durchgeführter Kompensation. Aus diesen Gründen ist auch das Termingeschäft ein hervorragendes Mittel zur Erleichterung der Börsenspekulation. Es ermöglicht sowohl den Kauf von Papieren, ohne über den Kaufpreis verfügen zu müssen, als auch den Blankoverkauf, das heißt den Verkauf von Effekten, die der Verkäufer gar nicht besitzt. Denn im ersten Falle hofft der Käufer, die Effekten bis zum Erfüllungstage wieder mit Gewinn zu verkaufen, im zweiten Fall der Verkäufer, sie bis zum Erfüllungstage zu einem niedrigeren Kurs kaufen (decken) zu können.

Der eigentliche Terminmarkt ist in der Regel dadurch charakterisiert, daß die Kauf- und Verkaufwerber dort nicht notwendigerweise eines Vermittlers bedürfen, da in den einzelnen Effekten dieses Marktes in der Regel sowohl Angebot als Nachfrage — wenn zuweilen auch nur latent — vorhanden sind und ein formloser, unmittelbarer „Handel“ zwischen den Interessenten stattfindet<sup>1)</sup>. Je weiter aber die Erfüllung hinausgeschoben ist, desto wichtiger wird es für jeden Tauschpartner, der Prüfung der Kreditwürdigkeit des Gegenkontrahenten besonderes Augenmerk zuzuwenden.

An Börsen, an denen während einer Zeitperiode solche Geschäfte abgeschlossen werden, die zum gleichen späteren Termin zu erfüllen sind, bestehen Einrichtungen, die eine vereinfachte und rasche Abwicklung der Geschäfte ermöglichen. Dieses Ziel wird am besten einerseits durch Vereinfachung der Lieferung, andererseits durch tunlichste Beschränkung der Zahlung und deren Durchführung auf bargeldsparendem Wege durch eine Liquidationszentrale erreicht, welche Funktion in Berlin die Bank des Berliner Kassenvereines mit der ihr angegliederten Liquidationskasse A. G., in Frankfurt a. M. der Verein Kollektiv-Skontro e. V. und in Wien der Wiener Giro- und Kassenverein innehat<sup>2)</sup>.

Alle Börsenbesucher, die Termingeschäfte abgeschlossen haben, zeigen der Liquidationszentrale auf besonderen hierzu bestimmten Formularen an, mit welchen anderen Teilnehmern an der Liquidation und zu welchen Kursen sie Kauf- und Verkaufgeschäfte abgeschlossen haben und — da zumeist Bezug und Lieferung von Effekten ausschließlich durch die Zentrale erfolgt — wieviel Schlüsse sie in jedem Effekt nach Kompensation zwischen Käufen und Verkäufen per Erfüllungstag als Saldo zu übernehmen oder abzuliefern haben. In Effekten aber, von denen der Börsenbesucher für einen bestimmten

<sup>1)</sup> In Wien, wo derzeit keine Ultimoliquidation, sondern nur ein Wochenarrangement stattfindet, trifft dies nur bei jenen Papieren zu, die in der Kulissee gehandelt werden. Siehe hierüber Meithner: Effektingeschäfte im Wiener Börsenverkehr, S. 14 u. 28.

<sup>2)</sup> Über das Effektingeschäft in Deutschland vgl. auch Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 1058ff., und Obst: Art. „Börsengeschäfte“, Hwb. d. Betriebswirt., 1. Bd., Spalte 1521ff.



Termin gleichviel Schlüsse gekauft und verkauft hat, wird weder eine Lieferung noch ein Bezug stattfinden. Wenn alle nun abzuwickelnden Termingeschäfte seitens beider Kontrahenten (Käufer und Verkäufer) wenigstens der Menge nach richtig angezeigt worden sind, muß in jedem Effekt die Summe der von den Teilnehmern durch die Liquidationsstelle per Saldo zu beziehenden Stücke ebenso groß sein wie die Summe der von anderen Teilnehmern zu liefernden Titres. Aufgabe der Liquidationsstelle ist es, die Anzeigen der Börsenbesucher zu prüfen und in jedem Effekt die Teilnehmer mit Liefersaldo mit jenen zusammenführen, die per Saldo Stücke zu übernehmen haben. Es ist klar, daß hierdurch nur ein Bruchteil aller Geschäfte tatsächlich durch Lieferung, die wieder stückelos über Giro-Effektendepot<sup>1)</sup> erfolgen kann, erfüllt werden muß, da der größte Teil durch Kompensation seine Erledigung findet. Soweit bis jetzt dargestellt, ist die Abwicklung der Geschäfte aber nur eine einseitige, denn sie erstreckt sich nur auf „Bezug und Lieferung“, das heißt nur auf die Warensseite; die Geldseite, die Durchführung der Zahlungen, erfordert noch weitere Maßnahmen.

Die Verrechnung der Preise kann dadurch bewerkstelligt werden, daß die einzelnen Geschäfte nicht zum tatsächlichen Abschlußkurs, sondern vorerst zu Liquidationskursen abgerechnet werden<sup>2)</sup>. Zu diesem Zwecke wird an jedem Abrechnungstermin für jedes Effekt vom Börsenvorstand (in Wien Börsekammer) ein Liquidationskurs festgesetzt, der zur Erleichterung der Verrechnung ein runder, den durchschnittlichen Preisen ungefähr entsprechender Kurs sein soll. Werden sodann die Bezugs- und Liefersaldi zum Liquidationskurs bezahlt oder verrechnet, so wird dadurch das gleiche Gesamtergebnis erzielt, wie durch Verrechnung sämtlicher Geschäfte zum Liquidationskurs. Schließlich sind noch die Liquidationsdifferenzen (in Wien Arrangementdifferenzen genannt), die sich aus den Unterschieden zwischen den tatsächlichen Geschäftskursen und den Liquidationskursen ergeben, zu berechnen, nach deren Bezahlung (gewöhnlich) Verrechnung sämtliche in dem betreffenden Zeitpunkt fällig gewordene Termingeschäfte ihre vollständige Erfüllung gefunden haben<sup>3)</sup>.

Als aber an den deutschen Börsen nach der Währungsstabilisierung der Terminhandel neu aufgenommen wurde, waren die Kreditverhältnisse der großgewordenen Zahl der Börsenbesucher noch zu ungeklärt und auch zu wenig beständig, um Termingeschäfte ohne wesentlich höheres Risiko als in der Vorkriegszeit seitens der Kreditgeber zu ermöglichen. Es mußte weiter in Betracht gezogen werden, daß sich die Kursdifferenzen gegenüber

---

<sup>1)</sup> Die stückelose Effektenlieferung hat in Deutschland auch eine interurbane Ausgestaltung erfahren. Zur Pflege eines Effektenferngiro-Verkehrs wurden im November 1926, 9 Effektengiro-Banken (Kassenvereine) zur „Arbeitsgemeinschaft deutscher Effektengiro-Banken“ zusammengeschlossen. Dadurch ist ein Effektenferngiro-Verkehr zwischen Berlin, Frankfurt a. M., Hamburg und 6 anderen Börsenplätzen ermöglicht.

<sup>2)</sup> Dieser Vorgang wird heute noch in Wien, Prag und Budapest eingehalten. In Berlin, Frankfurt a. M., München und anderen deutschen Börsen erfolgt neuestens die Abrechnung zu den tatsächlichen Abschlußkursen, so daß der Liquidationskurs nur für Prolongationen, die auf seiner Basis abgewickelt werden, und das interurbane Effekten-Clearing zwischen Berlin, Frankfurt a. M., Köln, Hamburg und Essen verwendet wird.

<sup>3)</sup> Über die Liquidationseinrichtungen in Wien siehe Meithner: „Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr.“

dem Zustande vor dem Kriege im allgemeinen erheblicher gestalteten und der Kredit, den die Börsenhändler einander durch Zuwarten bis etwa zum Ultimo gewähren mußten, mit Rücksicht auf ihre Kapitalkraft außerordentlich große Summen ausmachte.

So wurden zur Sicherung gegen Kursverluste in Berlin, Frankfurt a. M., Hamburg, Köln, Leipzig, Breslau und anderen deutschen Börsenplätzen Liquidationsvereine für Zeitgeschäfte ins Leben gerufen, die für ihre Mitglieder Bürgschaft leisten. Seither ist an diesen Börsen eine Terminaufgabe nur durch solche Börsenbesucher möglich, die Mitglieder des Liquidationsvereines sind. Für jeden Abschluß ist statutenmäßig eine nach Prozenten berechnete Deckung zu leisten, sofern die abgeschlossenen Termingeschäfte einen festgesetzten Betrag überschreiten, der schon durch die beim Eintritt zu entrichtende Einlage sichergestellt ist. Auch Kursrückgänge bei Hausse-Engagements und Kurssteigerungen bei Baisse-Engagements lösen die sofortige Nachschußpflicht aus.

Mußte früher bei Abschluß eines Geschäftes jeder Gegenkontrahent auf seine Kreditfähigkeit beurteilt werden, so entfällt dies infolge der neuen Einrichtung. Dadurch wird auch, wie Georg Bernhard<sup>1)</sup> sagt, eine Fungibilisierung des Umsatzes erzielt, die vorher niemals bestand. Auch eine Überspekulation an der Börse selbst wird, wenn schon nicht ganz ausgeschaltet, doch sehr stark vermindert, da Verluste sofortige Deckung bedingen. Eine Überspekulation kann nur durch Kredite erfolgen, die der Börse gleichsam von außen gewährt werden. So ist infolge Sicherung von Bezug und Lieferung rein börsentechnisch auch der Weg zur ausschließlichen Ultimoliquidation bereitet worden.

In Berlin obliegt die Abwicklung von Effektermingeschäften der Mitglieder des „Liquidationsvereines für Zeitgeschäfte an der Berliner Wertpapierbörse E. V.“ der Liquidationskasse A. G. Die Abrechnung erfolgt durch sie seit 15. Mai 1928 nicht mehr zum Liquidationskurs. Dadurch sind aber auch die Liquidationsdifferenzen gefallen. Die vollständige Berechnung aller Kurswerte bedeutet zwar eine Mehrarbeit, doch kann die Arbeitslast auf die ganze Liquidationsperiode verteilt werden.

Da die Liquidationskasse A. G., die 1925 ins Leben gerufen wurde, nicht nur die Abwicklung der Ultimogeschäfte besorgt, sondern auch als Organ des für die Börsentermingeschäfte der einzelnen Mitglieder haftenden Liquidationsvereines auftritt, müssen ihr täglich die neuen Terminalschlüsse angezeigt werden, um die Engagementverpflichtungen der Mitglieder in persönlicher und sachlicher Ordnung festhalten zu können.

Die Lieferung erfolgt auf Grund der Saldi der Nominalbeträge (bzw. Stücke) aus besonderen Endaufstellungen, die für die einzelnen Effekten vorgenommen werden. Für die Begleichung kommen nur jene Sammelbeträge in Frage, die sich aus den saldierten Endsummen aller Effektergattungen und sonstigen Operationen als Rechnungsergebnis in einer Generalaufstellung zeigen.

Die Erfüllung erfordert daher nur die Lieferung der aus den Endaufstellungen zu ersiehenden Nominalbeträgen und die Bezahlung der in der Generalaufstellung ausgewiesenen Rechnungsendbeträge<sup>2)</sup>. Die Lieferung

<sup>1)</sup> Bernhard: Liquidationskasse und Medioliqumation. Magazin der Wirtschaft, S. 906. 1927.

<sup>2)</sup> Einzelheiten bei Großhennig: Neuregelung der Technik der Liquidation für Effekten-Termingeschäfte. Zahlungsverkehr und Bankbetrieb. 1928.

der Stücke erfolgt über Giro-Effektendepot, die Regelung der Zahlungen durch Bankgirokonto.

Die Bedeutung des Terminhandels, der Kurssicherung für die Zukunft zu dienen, die beim Warenhandel sehr hoch eingeschätzt werden muß, kann beim Effektertermingeschäft als kaum wesentlich bezeichnet werden. Daher zeigt sich der Terminhandel in Effekten fast ausschließlich als vollkommenes Werkzeug der Börsenspekulation<sup>1)</sup>. Er bewirkt eine Belebung des Geschäftsverkehrs und macht den Umfang der Geschäfte weniger abhängig von der Menge der dem Markte zur Verfügung stehenden oder sogar der überhaupt ausgegebenen Stücke, wodurch erst Blankoverkauf und Corner (Schwänze) ermöglicht werden.

#### β) Prolongationsgeschäfte<sup>2)</sup>

Falls die erwartete Kursgestaltung bis zum Ende einer Abrechnungsperiode nicht eingetreten ist, wird der Spekulant, und zwar der Haussier, der nicht über das Geldkapital verfügt, um die am Erfüllungstag zu übernehmenden Effekten zu bezahlen, ebenso wie der Baissier, der die zur Lieferung notwendigen Effekten nicht besitzt, bemüht sein, die Spekulation bis zum nächsten Termin zu erstrecken, das heißt seine Engagements prolongieren, wenn er die Hoffnung auf die von ihm gewünschte Kursentwicklung nicht aufgibt.

Da eine Vereinbarung mit dem Gegenkontrahenten auf Hinausschiebung der Erfüllung bis zum nächsten Termin in der Regel nicht zu erreichen sein wird, sucht der Spekulant durch Eingehen eines Kostgeschäftes einen Dritten, der für ihn einstweilen die Erfüllung seines Geschäftes besorgt, und zwar der Haussier jemand, der am Kassatag seinen sich vorläufig ergebenden Bezugssaldo übernimmt, der Baissier einen Intervenienten, der dadurch, daß er für die Lieferung an die Liquidationszentrale soviel Effekten zur Verfügung stellt, als der inzwischen noch offene Liefersaldo des Baissiers ausmacht, dessen Glattstellung herbeiführt. Der geldbedürftige Haussier überläßt also seinen sich aus den schwebenden Kaufengagements ergebenden Effektenbezug einem Dritten, der dafür als Geldgeber auftritt, weshalb der Haussier Kostgeber, der Intervenient Kostnehmer oder Hereinnehmer der Effekten wird. Dagegen kann der stückebedürftige Baissier dem anderen Börsenbesucher, der ihm die Effekten überläßt, Geldkapital zur Verfügung stellen, das ihm am Kassatag aus seinem Verkauf- (Liefer-) Saldo zukommen würde. Der Baissier ist Kostnehmer, der Dritte Kostgeber.

<sup>1)</sup> Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 1061f.

<sup>2)</sup> Wenngleich die Prolongationsgeschäfte nicht ausnahmslos für den Terminmarkt in Frage kommen, so sind sie doch hier heimisch, da sie auf diesem Markt ständig und zum weitaus überwiegenden Teil abgeschlossen werden.

Dadurch aber, daß der Haussier seinen Bezugssaldo für den in Frage stehenden Termin seinem Geldgeber, dem Kostnehmer, überläßt, zeigt er beim Termingeschäft diese Hineingabe in Kost der Liquidationszentrale wie einen Verkauf an, wodurch sich sein Saldo wenigstens hinsichtlich der Stücke ausgleicht, so daß er selbst weder beziehen noch liefern muß. Er hat sich dadurch, wie man sagt, glattgestellt.

Der Baissier wieder teilt der Liquidationsstelle mit, daß er sich die zur Lieferung erforderlichen Effekten von dem Kostgeber beschafft, welche Tatsache derart zum Ausdruck gebracht wird, daß er diesen in dem Skontro- oder Aufgabebogen so einsetzt, als hätte er die Effekten von ihm gekauft. Dadurch wird auch der Stückesaldo des Baissiers ausgeglichen, der sich damit gleichfalls glattgestellt hat.

Durch Eingehen des Kostgeschäftes beschafft sich jeder der beiden Kontrahenten fungible Werte: der Kostgeber Geldkapital, der Kostnehmer Effekten. Aber auch jeder der beiden stellt solche Werte zur Verfügung: der Kostnehmer Geldkapital, der Kostgeber Wertpapiere. Die Hingabe dieser Werte erfolgt aber beim Kostgeschäft nur für bestimmte Zeit, in der Regel nur bis zum nächsten Liquidationstermin oder auch bis zur Kündigung des Geschäftes durch einen der Kontrahenten. Der Kostnehmer verpflichtet sich, die Effekten, das heißt solche gleicher Zahl, Art und Beschaffenheit, z. B. wieder zum nächsten Termin, zurückzustellen, der Kostgeber dagegen seinerseits — einstweilen abgesehen von einer besonderen Vergütung — das empfangene Geldkapital zurückzuerstatten. So stellt sich das Kostgeschäft auf Seite des Kostgebers wie ein Verkauf für diesen Termin und ein Rückkauf für den nächsten Liquidationstermin dar, auf Seite des Kostnehmers wie ein Kauf mit späterem Rückverkauf.

Da nun für die Haussiers Geldmangel, für die Baissiers Geldüberfluß charakteristisch ist, die Baissiers hingegen Stückemangel und die Haussiers Stückeüberfluß haben, ist es naheliegend, daß sie sich dadurch gegenseitig über die Liquidationstermine hinweghelfen können, indem die Haussiers den Baissiers Effekten in Kost geben, während die Baissiers den Haussiers Geldkapital zur Verfügung stellen. Damit sich diese beiden Parteien allein einander genügen, müßten sie sich aber in jedem Effekt einander gleich stark gegenüberstehen. Dies wird wohl selten zutreffen. Soweit die Engagements der Kontermine nicht genügen, müssen sich die Haussiers daher an den Geldmarkt, insbesondere an Banken wenden, die Baissiers — wenn die Haussepartei nicht ausreicht — gleichfalls an Kapitalisten, die ihnen die erforderlichen Stücke zur Verfügung stellen. So ermöglicht das Kostgeschäft entweder beiden oder wenigstens dem einen der beiden Kontrahenten die Fortsetzung der Terminspekulation. Durch die Technik des Termingeschäftes erfährt es eine besondere Förderung und es erscheint sogar die Behauptung gerechtfertigt, daß oft erst durch diese Technik eine Prolongation ermöglicht wird. Umgekehrt bewirkt auch die Möglichkeit des Abschlusses

eines Kostgeschäftes infolge der Aussicht, die sonst hinderlichen Termine zu überdauern, die Förderung des Eingehens von Hausse- und Baisseengagements auf dem Terminmarkt.

Die Höhe der Vergütung, die für den Abschluß des Kostgeschäftes gewährt wird, ist von mannigfachen Umständen abhängig. Nimmt ein Haussier z. B. Geld von einem Kapitalisten in Anspruch, das heißt gibt er ihm Effekten, die diesem als Sicherstellung für sein Darlehen dienen, in Kost, so wird er das empfangene Geldkapital zu einem angemessenen Satz verzinsen müssen. Dieses dem Kostnehmer zufließende Entgelt, das Kostgeld oder der Report, muß vom Haussier gelegentlich der „Rücklieferung aus Kost“ gemeinsam mit dem empfangenen Geldbetrag entrichtet werden. Daher äußert sich der Report in einem Zuschlag (auch Zuschlag zum Kostkurs), sofern er nicht in Prozenten vereinbart wird. Auf die Höhe dieser Vergütung wird vor allem die Lage des Geldmarktes (bei Ultimoliquidationen der Zinssatz für Ultimogeld), die Börsenlage sowie Umfang und Richtung der Spekulation von Einfluß sein. In normalen Zeiten wird der Reportsatz bei nicht übertriebener Spekulation die Höhe der Bankrate nicht ganz erreichen. Infolge der Tendenz zu einer einheitlichen Preisbildung (ohne Rücksicht auf die besondere Lage der Interessenten) wird sich ein allgemeiner Reportsatz herausbilden, der sich auch zugunsten des Baissiers auswirkt. Doch auch die Qualität der zur Sicherung dienenden Effekten und die Kreditfähigkeit des Darlehensnehmers kommen in Betracht. Falls die Hereinnahme der Effekten seitens zahlreicher Baissiers erfolgt und durch verhältnismäßig großen Umfang der Baissespekulation die Stückenachfrage lebhaft ist, wird der Reportsatz gedrückt. Je weiter aber der Reportsatz sinkt, desto geringer wird das Interesse der geldverleihenden Kapitalisten sein, solche Geschäfte abzuschließen. Nur der stückebedürftige Baissier muß auch mit einem niedrigen Reportsatz zufrieden sein, das heißt sein Geld zu einem niedrigeren Zinssatz herleihen, als er sonst (z. B. für Ultimogeld) erreichen würde. Sinkt dieser Satz auf Null, so spricht man von einem Kostgeschäft umsonst oder von glatter Schiebung. Wenn endlich die erforderlichen Stücke nur außerordentlich schwer aufzutreiben sind, so können die Baissiers sogar gezwungen werden, eine Leihgebühr, das Leihgeld oder den Deport, zu bezahlen. Diese Vergütung wird sich bei der „Rücklieferung aus Kost“ in einem Abschlag (auch Abschlag vom Kostkurs) äußern, wenn der Deport nicht in Prozenten vereinbart ist und dann abgesondert bezahlt wird. In dieser Leihgebühr besteht ein besonderer Anreiz für Effektenbesitzer, ihre Papiere in Kost zu geben; denn ein solches Geschäft bringt für Stücke verleihende Kapitalisten den Vorteil, daß sie nicht nur dieses Leihgeld, sondern auch den für ihre Effekten empfangenen Geldbetrag für die Laufzeit des Kostgeschäftes zinsenlos zur Verfügung erhalten.

Die Tatsache, daß durch das Kostgeschäft auch bei Fehlschlagen der Spekulation wenigstens vorübergehend die Aufrechterhaltung der Engagements ohne Bezug und Lieferung durchführbar wird, bewirkt, daß die Spekulationsgeschäfte auf dem Terminmarkt bloß als Differenzgeschäfte erscheinen. Doch darf unter einem Börsentermingeschäft niemals ein Differenzgeschäft in dem Sinne verstanden werden, daß nur die nach dem jeweiligen Kursstande sich ergebenden Differenzen auszugleichen wären. Denn die Mittel, um Differenzgewinne zu erzielen, sind hier immer Geschäfte, von denen ein jedes für sich einen Bezug oder eine Lieferung zur Folge hat. Nur die Technik des Liquidationsverfahrens, verbunden mit dem Prolongationsverfahren, wodurch die Erfüllung hinausgeschoben werden kann, ermöglicht es, daß schließlich bloß die Zahlung der sich rechnungsmäßig ergebenden Kursunterschiede notwendig wird.

In bezug auf die Preisbildung betrachtet, bewirkt der Reportkredit dadurch, daß er der Haussespekulation dient, an sich eine Erhöhung der Kurse oder verhindert ein Fallen derselben. Bei großen Emissionen ist er es nicht selten, der die vollständige Unterbringung der Papiere bewerkstelligt, indem dadurch deren vorübergehende Übernahme durch die Spekulation so lange ermöglicht wird, bis das Kapital anlegende Publikum die Effekten übernimmt. Das Deportgeschäft dagegen gestattet das Festhalten an verhältnismäßig niedrigen Kursen, bis etwa die Effektenbesitzer sich auch bei diesem Kursstande zum Verkauf entschließen.

Endlich ergibt sich durch das Report- und Deportgeschäft auch eine direkte Verbindung zwischen dem Geld- und Effektenmarkt.

#### B. Prämienengeschäfte (Geschäfte mit Wahlrecht)

Während sich bei den bisher besprochenen unbedingten Geschäften, die als Festgeschäfte bezeichnet wurden, der eine Kontrahent bei Vertragsabschluß verpflichtet, eine bestimmte Menge zu einem bestimmten Preis zu beziehen, und der andere wiederum, dieselbe Menge zu demselben Preis zu liefern, handelt es sich bei den Prämienengeschäften um bedingte Zeitgeschäfte, zumeist um Termingeschäfte.

Bei Prämienengeschäften wird — dem Wesen dieses Geschäftes entsprechend — dem Prämienzahler (Wähler) bei Abschluß des Prämiengeschäftes gegen sofortige oder spätere Zahlung einer Prämie das Recht (Wahlrecht) eingeräumt, sich zu einem späteren Zeitpunkt, dem sogenannten Prämienerkklärungstag, je nach der Art des abgeschlossenen Geschäftes zu entscheiden, ob er zu einem von vornherein vereinbarten Kurs entweder 1. beziehen oder um den Preis der Prämie vom Geschäft zurücktreten will oder 2. liefern oder gleichfalls um den Verlust der

Prämie sich von der Lieferung losmachen will oder 3. ob er beziehen oder liefern will, wobei, sofern die Prämie nicht schon gezahlt ist, der Bezugskurs höher sein wird als der Lieferkurs. Die Prämiengeschäfte bieten dem Spekulant die Möglichkeit, einen etwa entstehenden Verlust auf den Betrag der Prämie einzuschränken.

Folgende Arten von Prämiengeschäften sind zu unterscheiden:

1. Vorprämien- und Rückprämiengeschäfte,
2. Barprämiengeschäfte (Prämien auf Nehmen und Prämien auf Geben),
3. doppelte oder zweiseitige Prämiengeschäfte,
4. Stellageschäfte,
5. Nochgeschäfte<sup>1)</sup>.

Werden Prämiengeschäfte zum großen Teil von ängstlichen und wenig kapitalkräftigen Spekulanten wegen der sich ergebenden Risiko-beschränkung abgeschlossen, so dienen sie doch auch der Kurssicherung, wenn mit Ereignissen gerechnet werden muß, die große Kursveränderungen nach sich ziehen werden (z. B. Kriegsgefahr, Revolutionen). Je größer aber die Gefahren und die sodann eintretenden Kursveränderungen eingeschätzt werden, desto höher werden auch die geforderten Prämien sein. Jedenfalls wird durch die Prämiengeschäfte eine Ausdehnung der Spekulation und Verbreiterung des Marktes bewirkt, indem diese Geschäfte mit anderen kombiniert werden, wodurch ein ganzes Netz wechselseitiger Beziehungen zwischen verschiedenartigen Geschäften entsteht.

Wenn auch der Prämienmarkt einen Teil der Spekulation an sich zieht und hinsichtlich der Prämien seine eigene, den allgemeinen Preisgesetzen entsprechende Preisbildung besitzt, wird doch die Stimmung dieses Marktes auch auf den für feste Abschlüsse übertragen. Allerdings bleiben auch die getätigten Prämiengeschäfte in ihrer Wirkung nicht nur auf den Prämienmarkt beschränkt. Werden zwar schon vor dem Prämienklärungstag gelegentlich Deckungs- und Realisationsgeschäfte auf dem Markt der Festgeschäfte abgeschlossen, so häufen sich diese am Erklärungstag insbesondere nach größeren, die Prämien übersteigenden Kursschwankungen. Es kann daher folgendes festgestellt werden:

Auf die Preisentwicklung wirken die Prämiengeschäfte (im weitesten Sinne des Wortes) namentlich dadurch ein, daß sich die Deckungs- oder Realisationsgeschäfte an den Prämienklärungstagen zusammen-drängen und plötzliche Kursveränderungen hervorrufen können, wenn ihr Umfang entsprechend groß ist.

<sup>1)</sup> Ausführliche Darstellungen bei Schmidt, F.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig. 1922; Leitner: Bankbetrieb und Bankgeschäfte. Frankfurt a. M. 1923; Sommerfeld: Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäftes. Berlin. 1923; Meithner: Effektingeschäfte im Wiener Börsenverkehr. Wien. 1924.

Im übrigen kann die Bedeutung der Prämien­geschäfte für den Effektenmarkt der meisten Börsen heute nicht mehr als sehr beträchtlich bezeichnet werden.

Geringere Aussichten auf Preisschwankungen, hohe Steuern und die schwindende Bedeutung der Berufsspekulation infolge des Eingreifens der kapitalkräftigen Großbanken müssen vor allem als Ursachen des starken Rückganges der Prämienumsätze bezeichnet werden.

## V. Die besonderen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung in Effekten

Schon im ersten Teil dieses Buches haben die Faktoren eine Erörterung erfahren, die bei jeder Preisbildung in Betracht kommen. Gelten diese auch durchwegs für die Preisbildung in Effekten, so muß doch hervorgehoben werden, daß — gegenüber der Mehrzahl der Produkte — bei Effekten subjektive Einflüsse eine Potenzierung erfahren.

Auf seiten der Nachfrage beruht diese Tatsache vor allem darauf, daß von einem Bedürfnis nach Effekterwerb nicht in einem so konkreten Sinne gesprochen werden darf wie von einem Bedürfnis nach Nahrung, Kleidung, Wohnung usw., da es sich vorzugsweise um eine Art der Befriedigung des Sparbedürfnisses handelt, das in weniger hohen Intensitätsgraden auftritt und kein unmittelbares Verwendungsbegehren bedeutet. Dieses Bedürfnis bezieht sich vielmehr bloß auf die Sicherung wirtschaftlicher Verfügungsmacht in der Zukunft, daher grundsätzlich auf andere, spätere Zeitabschnitte als die übrigen angeführten Bedürfnisse, weshalb in ihm nur eine Antizipation für voraussichtlich oder möglicherweise dereinst eintretende Verwendungsbegehren erblickt werden kann. Es ist nun naheliegend, daß gerade solche oft in weite Zukunft gerückte ungewisse Verwendungen von den einzelnen ungleich begehrt werden, da nicht nur die Höhe des Einkommens, sondern insbesondere auch die Intensität des subjektiv verschieden stark empfundenen Sparbedürfnisses von ausschlaggebender Bedeutung für die Kapitalanlage ist. Schließlich darf nicht vergessen werden, daß das Sparbedürfnis nicht nur durch die Anschaffung von Effekten, sondern auch auf andere Arten, wie durch Thesaurierung von Bargeld, Darlehensgewährung in den verschiedensten Formen, Erwerb von Immobilien, sogar auch durch Abschluß von Versicherungen (vor allem einer Erlebens-, Heiratsgutversicherung u. dgl.), befriedigt werden kann.

Auf seiten des Angebotes in Effekten ist als subjektives Preisbestimmungsmoment insbesondere entscheidend, daß die Erlangung von Geldkapital gleichfalls nicht nur an die Effektenform gebunden ist, weshalb wenigstens zum Teil — dauernd oder vorübergehend —



die Beschaffung von Geldkapital auch durch Aufnahme von Bankkredit, Hypothekendarlehen u. dgl. erfolgen kann. Geht doch die kapitalistische Unternehmung bei der Kapitalbeschaffung durch Effekten ebenso wie bei dem Erwerb eines jeden Produktionsmittels zu Werke, indem sie eine Vorkalkulation durchführt, die zur Aufgabe hat, zu bestimmen, ob bei den gegenwärtigen bzw. zu erwartenden Preisen der Effekten die Kapitalbeschaffung und damit auch die beabsichtigte Produktion bzw. Betriebserweiterung rentabel erscheint<sup>1)</sup>. Ferner ist besonders darauf hinzuweisen, daß dem Effektenpreis ein objektives Preisbestimmungselement mangelt, indem den Anschaffungskosten der einmal ausgegebenen Papiere nicht die gleiche Bedeutung zukommt wie bei den vorzugsweise von dem jeweiligen Stande der Kosten abhängigen Preisen der Produkte.

Im Mittelpunkt unseres Interesses aber stehen hier jene den Effekten eigentümlichen und ihnen in besonderer Art zukommenden Qualitäten, die sie für die Erwerbung geeignet und begehrt machen und infolge ihrer für sie bezeichnenden und maßgebenden Eigenschaft, als Rentenquelle zu dienen, die Preisbildung beherrschen. Erst in Erkenntnis dieser Erscheinungen erlangen jene Faktoren Gestalt, die die Wertschätzung dieser Waren durch Kauf- und Verkaufwerber begründen. Mit Rücksicht darauf, daß die in Effekten angelegten Kapitalien eine dauernde Ertragsquelle bieten sollen, sind hier insbesondere die vermeintliche Gesicherheit der Rentenquelle, die Stetigkeit bzw. die tatsächlichen oder voraussichtlichen Schwankungen in der Höhe des Ertrages und für den Fall des Erlöschens der Rentenquelle die Aussicht auf Rückerstattung des zur Anschaffung der Effekten aufgewendeten Geldkapitals von Bedeutung. Es sind daher Sicherheit und Rentabilität<sup>2)</sup>, die auf die Wertschätzungen der Tauschinteressenten auf dem Effektenmarkt bestimmenden Einfluß ausüben. Diese beiden Faktoren treten aber bei Obligationen und Teilhabereffekten in verschiedenem Maß und ungleichen Formen in Erscheinung.

Bei Obligationen bildet der Sicherheitsgrad der Zahlungsfähigkeit des Schuldners die erste Grundlage für die Bewertung<sup>3)</sup>. Es ist auch weniger von Bedeutung, ob das dargeliehene Geldkapital produktiven oder konsumtiven Zwecken gewidmet ist. Die Hauptsache bleibt, daß der Schuldner nicht nur zahlungswillig, sondern auch zahlungsfähig,

---

<sup>1)</sup> Prion: Die kapitalistische Grundrechnung, Zeitschr. f. Hw. u. Hp., S. 201ff. 1927.

<sup>2)</sup> Über die verschiedenen Rentabilitätsbegriffe siehe Hummel: Das Rentabilitäts- und Wirtschaftlichkeitsproblem, S. 10ff. Stuttgart. 1927.

<sup>3)</sup> Auch Kalveram: Finanzierung. Handelshochschule, 1. Bd., S. 1300, und Theisinger (Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung, S. 112ff.) stellen bei Obligationen die Sicherheit vor den Ertrag.

das heißt den Zinsen- und Tilgungsdienst (soweit letzterer in Frage kommt) zu leisten imstande ist, und daß in dieser Hinsicht auch eine entsprechende Sicherung für die Zukunft besteht. Der Anlage suchende Obligationär, und gerade dieser kommt für die Mehrzahl der Schuldverschreibungen fast ausschließlich in Betracht, richtet vor allem sein Augenmerk auf die Erhaltung des aufgewendeten Geldkapitals. Er trachtet seltener danach, die ertragsreichsten Papiere anzuschaffen, als nach möglichst risikofreien Anlagen bei etwas höherer als landesüblicher Verzinsung. Denn niemand wird — abgesehen von Zeiten einer Inflation — Effekten kaufen oder auch auf längere Zeit eine Unternehmung betreiben, wenn diese Anlage keine höhere Rente als die landesübliche Verzinsung abwirft<sup>1)</sup>. Den Grad der Sicherheit aber richtig abzuschätzen, bereitet oft große Schwierigkeiten. Sie kann auf verschiedene Grundlagen gestützt sein: auf die allgemeine wirtschaftliche Lage des Schuldners oder auf besondere Sicherungen (hypothekarische Sicherstellung, Vorzugsstellung, Bürgschaft). Ungleiche Sicherheit gleich hoch verzinslicher und auch sonst gleichartiger Schuldverschreibungen spiegelt sich in den Kursen wider.

Während die Sicherheit von dem einzelnen ganz verschieden eingeschätzt, das heißt infolge des Mangels feststehender objektiver Stützpunkte subjektiv ungleich bewertet wird, ist bei Obligationen in der Höhe des einmal festgesetzten Ertrages eine objektiv feststehende Bestimmungsgröße gegeben. Wenn wir zunächst Papiere ins Auge fassen, die ewige Renten vorstellen und verschieden hohe Zinsen tragen, im allgemeinen als gleich sicher angesehen werden und auch im übrigen gleichartig sind, so werden sich ihre Kurse zueinander ebenso verhalten wie ihre Zinssätze. Notieren z. B. die fünfprozentigen Obligationen 100 %, so müssen die vierprozentigen (ungefähr) 80 % und die sechsprozentigen (ungefähr) 120 % notieren. Kleine Abweichungen werden allerdings nicht zu vermeiden sein. Doch wird sich bei allen eine Rentabilität von ungefähr 5% ergeben. Diese unter Zugrundelegung des Anschaffungskurses zu berechnende Rentabilität ist im allgemeinen von der Höhe des landesüblichen Zinsfußes abhängig. Fällt dieser infolge überwiegenden Angebotes von Geldkapital, so wird — da die Effektenkurse infolgedessen steigen — auch die Rentabilität der Effekten sinken, indem der auf dem Nominale aufgebaute gleich hohe Zinsertrag unter Berücksichtigung der höheren Effektenkurse ein perzentuell niedrigeres Erträgnis liefert.

Aber nicht nur diese nominelle Verzinsung übt zusammen mit dem Moment der Sicherheit auf den Kurs eine Wirkung aus. Sollte z. B.

<sup>1)</sup> Ausnahmen bestehen nur für Grund und Boden, da hier eine höhere Sicherheit gegen Vermögensverlust in Betracht kommt.

bei der oben angegebenen Rentabilität von 5% eine vierprozentige Anleihe nur 80% notieren, so wird der Umstand, daß solche Schuldverschreibungen schon in wenigen Jahren mit 100% eingelöst werden oder wenigstens eingelöst werden sollen, den Kurs wesentlich erhöhen. Es findet in solchen Fällen gleichzeitig eine Eskontierung des Kapitalrückzahlungsbetrages statt. Je näher der Einlösungstermin der Obligation herannaht, desto stärker muß der Rückzahlungsbetrag auf den Kurs von Einfluß sein. Bei verlosbaren Anleihen übt die Einlösungschance eine ähnliche (vom Publikum oft überschätzte) Wirkung aus<sup>1)</sup>. Desgleichen darf auch die Kündigungsmöglichkeit ebenso wie eine Herabsetzung des Zinsfußes nicht außer Betracht bleiben. Insbesondere Privatobligationen sind in der Regel nur während einer bestimmten Anzahl von Jahren unkündbar, weshalb bloß innerhalb dieses Zeitraumes die Zahlung von Zinsen in der vereinbarten Höhe erfolgen muß. Wenn daher nach Ablauf dieser Frist der Marktzins eine billigere Beschaffung des durch die Obligationenemission in Anspruch genommenen Effektenkredits gestattet, wird der Ausgeber der Schuldverschreibungen zumeist eine Konversion durchführen, wobei dem Obligationeneigner nur die Wahl bleibt, seine Titres gegen solche mit niedrigerer Verzinsung umzutauschen oder die Einlösung zum vereinbarten Rückzahlungskurs anzunehmen. Für den Kurs sind daher — nunmehr abgesehen von der Sicherheit — nicht nur der Zinsfuß der Obligation und die landesübliche Verzinsung allein, sondern auch der zu erwartende Einlösungsbetrag (Rückzahlungsgewinn oder -verlust) der Effekten entscheidend<sup>2)</sup>.

Bei Sachwertanleihen wirken nicht nur die bisher besprochenen Komponenten Sicherheit und Rentabilität, auf einer bestimmten Währung basierend, sondern auch die Preisschwankungen jener Waren mit, auf die solche Obligationen lauten und in denen bzw. nach deren jeweiligen Preisen die Zinsen- und Rückzahlung erfolgt. Das in Zeiten einer Geldentwertung durch den Erwerb solcher Anleihen erstrebte Ziel, die Kaufkraft des Darlehens und des laufenden Ertrages möglichst ungeschmälert zu erhalten und von Währungsschwankungen unabhängig zu machen, wird durch den Erwerb von Obligationen, die auf stabile und gesicherte Währungen lauten, zweifellos besser gewährleistet. So stellen die Sachwertanleihen bloß Notbehelfe dar, weshalb sie heute auch auf einen engen spekulativen Markt beschränkt sind. Darauf ist weiter die Erscheinung

---

<sup>1)</sup> Vgl. Kalveram: Finanzierung. Handelshochschule, 2. Bd., S. 1303.

<sup>2)</sup> Zur Berechnung der Rentabilität wird der zukünftige Gewinn oder Verlust in eine Jahresrente aufgelöst und diese dem gezahlten Zins zu- oder abgerechnet. Auf diese Weise berechnet man den sich insgesamt ergebenden Jahresertrag. Vgl. hierzu Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre in Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute, 60. Aufl., 2. Bd., S. 465. — Graphische Darstellung bei Theisinger: a. a. O., S. 121ff.

begründet, daß die Kurse solcher Anleihen in Deutschland derzeit niedriger stehen, als es durch die Höhe des Zinsfußes und die Sicherheit geboten erscheint. Ihre noch vor wenigen Jahren sehr begehrte besondere Wertsicherung übt — da sie bei stabiler Währung überflüssig ist — nicht mehr jene Anziehungskraft aus wie zur Zeit der Inflation.

Bei Aktien und Kuxen ist für die subjektive Warenbewertung in erster Reihe die Dividende maßgebend, die sich — zunächst abgesehen von später besprochenen besonderen Erscheinungen — zumeist mit den Schwankungen des bilanzmäßigen Reingewinnes ändert. Wenngleich die Dividenden, vor allem vom Standpunkt der Unternehmung, keine richtige Grundlage für deren Rentabilität bilden, da sie dem Gewinn nicht bzw. nicht vollkommen entsprechen, wenn offene und stille Reserven angelegt oder Ausschüttungen vorgenommen werden, die keinen Gewinn des in Frage kommenden Geschäftsjahres vorstellen<sup>1)</sup>, so ist die Dividende dennoch für die Rentabilitätsberechnung des Aktionärs die am bequemsten erreichbare und zugleich die einzige exakt erfaßbare der in Betracht kommenden Größen. Doch sind für den Interessenten andere Faktoren von noch größerer Bedeutung, die auf Grund der Geschäftsberichte mit mehr oder minder großer Genauigkeit ermittelt oder doch geschätzt werden können und über Ertragsaussichten bzw. Dividendenpolitik der Gesellschaft Aufschluß geben. Denn es ist für die Bewertung einer Aktie nicht nur wesentlich, wieviel die Gesellschaft ausschüttet, sondern noch mehr, wieviel sie tatsächlich verdient. Auch die in Form von offenen und stillen Reserven von der Gesellschaft zurückgehaltenen Gewinne beeinflussen den künftigen Ertrag. Werden sie doch in der Regel nur dann dem Unternehmen von der Generalversammlung zweckmäßigerweise weiter belassen, wenn diese der Verwaltung das Vertrauen entgegenbringt, daß sie die reservierten Gewinne zu Investitionen verwenden wird, die mindestens ebenso rentabel erscheinen wie Kapitalanlagen, die von den Aktionären im gegebenen Zeitpunkt mit ihren Ersparnissen im allgemeinen vorgenommen werden. Jedenfalls können die durch Reserven bewirkten künftigen Erträge mit Recht im Preise der Aktien kapitalisiert werden.

In der Unbestimmtheit ihrer künftigen Erträge und den Ertragschwankungen der Teilhabereffekten besteht ein wesentlicher Unterschied gegenüber den Obligationen. Während bei diesen in der Hauptsache nur die Beurteilung der Sicherheit des Schuldners erforderlich ist, müssen bei Teilhaberpapieren auch die erwarteten Dividenden unter Rücksichtnahme auf Konjunkturen, Sonderstellung der Unternehmung und betriebstechnische Verbesserungsmöglichkeiten abgeschätzt werden.

---

<sup>1)</sup> Vgl. auch Nicklisch: Wirtschaftliche Betriebslehre, 6. Aufl., S. 224. Stuttgart. 1922.

Wenngleich noch andere, zuweilen sehr maßgebende Einflüsse bestehen, kommt auch hier der Relation zwischen Kurs und Ertrag auf die Dauer wohl die größte Bedeutung zu. Durch Kapitalisierung der künftigen (durchschnittlichen) Dividende gelangt man zum Ertragswert der Beteiligung, wobei jedoch der Berechnung gleichfalls nicht der landesübliche Zinsfuß, sondern mit Rücksicht auf das höhere Risiko ein den landesüblichen Zinsfuß (z. B. um 1 bis 2%) übersteigender Zinssatz zugrunde gelegt werden muß. Soweit die Vergangenheit als Anhaltspunkt herangezogen wird, ist bei verhältnismäßig hoch erachteten Dividenden der letzten Jahre oder schwankenden jährlichen Erträgen ein etwas höherer, bei niedrig erachteten oder stabilen Dividenden auch ein niedrigerer Zinsfuß am Platze. Wird auch hier der Kapitalisierungssatz von der Höhe des landesüblichen Zinsfußes beeinträchtigt, so muß sein Steigen nicht immer eine Ermäßigung der Aktienkurse nach sich ziehen, wenn gleichzeitig die Preise der in Betracht kommenden Produkte oder Rohstoffe und infolgedessen die Dividenden steigen.

Bestimmt auf die Dauer gewiß die Rentabilität in erster Reihe den Aktienkurs, so ergeben sich doch hinsichtlich des Zusammenhanges von Rentabilität und Kurs, insbesondere in Mitteleuropa, scheinbar nicht unbeträchtliche Unterschiede zwischen der Vorkriegszeit und heute. Während vor dem Kriege Aktien ein um etwa 1, 1½ oder auch 2% höheres Erträgnis abwarfen als Obligationen verschiedener Art, verzinst sich derzeit das in Aktien angelegte Kapital — mit Rücksicht auf den Börsenkurs und die gezahlte Dividende — oft um ebensoviel Prozent niedriger als Anleihen.

Zwar gelten auch heute als die beiden maßgebenden Richtlinien der Aktienpreisbildung einerseits die Geldmarktlage, aus der sich die Höhe der Zinssätze und dadurch wieder Rentabilität und Kurs ergibt, andererseits die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens, die Höhe und Sicherheit künftiger Dividenden bestimmt; doch die Dividenden- und Finanzierungs politik ist eine andere<sup>1)</sup>. Die Verwaltungen der Aktiengesellschaften sehen nicht bloß ihre Hauptaufgabe darin, zu starke Schwankungen in der Höhe der Dividenden zu verhindern und — entsprechend den vorwiegenden Interessen der Kleinaktionäre — eine kontinuierliche Steigerung der auszuschüttenden Erträge zu erreichen, sondern sie bemühen sich — im Einklang mit den zumeist auf dauernde Rentabilität und Kräftigung der Unternehmung gerichteten Bestrebungen der Großaktionäre — bei verhältnismäßig niedrigen, möglichst gleichbleibenden Dividenden durch Gewinnrücklagen eine Selbstfinanzierung ihrer Unternehmungen zu bewirken. Während dadurch die Aufnahme

---

<sup>1)</sup> Prion: Dividendenpolitik und stille Reserven. Bankwissenschaft, 5. Jahrg., S. 889ff.

hochverzinslicher Bankkredite bzw. Anleihen, wie sie in den letzten Jahren im Zuge der Rationalisierungsmaßnahmen oft notwendig erschienen, eingeschränkt bzw. erspart oder solche Verbindlichkeiten getilgt werden können, stellt diese innere Kapitalneubildung der Gesellschaft für den Aktionär eine zwangsweise Sparmaßnahme dar. In der Unternehmung werden die erübrigten Zinsen so lange den Gewinn erhöhen, als die Zinssätze für Fremdkapital nicht unter jene für die Verzinsung des Eigenkapitals herabsinken. Dabei dürfen zwar auch die Wirkungen von Kapitalertragssteuern nicht unberücksichtigt bleiben. Auf dem Kapitalmarkt bewirken solche Maßnahmen eine Marktverengung auf Ansprüche von Unternehmungen, die aus irgendwelchen Gründen nicht in der Lage sind, sich selbst zu finanzieren.

Da aber die Schaffung stiller Reserven erfolgt, ohne daß Rechnungsabluß oder Geschäftsbericht darauf hinweisen, verhindert in solchen Fällen schon deren Anlage, nicht minder aber deren spätere Wiederauflösung die Übersicht über den Gang der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens und bewirkt, daß die Öffentlichkeit kein richtiges Bild über den tatsächlichen Ertrag und die wahre Geschäftslage gewinnen kann. Durch diese Praxis wird daher sowohl die richtige Aktienbewertung als auch die Berechnung der Rentabilität des investierten Kapitals geradezu unmöglich gemacht.

Mit Rücksicht auf diese Verhältnisse muß insbesondere heute — wie ungenügend auch alle Anhaltspunkte sein mögen — die Rentabilität auf die Zukunft bezogen werden. Hinsichtlich der gezahlten Dividenden darf gerade in der Gegenwart nicht übersehen werden, daß sie sehr oft nur einen Teil der tatsächlichen Gewinne darstellen, weshalb die künftige Rentabilität nicht mehr mit diesem Maßstab gemessen werden kann. Doch muß allzeit auch berücksichtigt werden, daß mit zunehmendem Fortschreiten in weitere Zukunft Schätzungen wegen stets weniger vorauszusehender Einflüsse immer unsicherer werden.

Schließlich ist noch darauf hinzuweisen, daß auch Faktoren, bei denen der Ertragswert der Papiere nicht unmittelbar entscheidend ist, den Effektenpreis fallweise verändern können. So muß die Kurslage durch Käufe eine Erhöhung erfahren, die vorgenommen werden, um für irgendwelche Zwecke, z. B. behufs betriebspolitischer Beherrschung, auf die Gesellschaft Einfluß zu gewinnen, eine Fusion herbeizuführen u. dgl. mehr. Es steigen die Kurse ohne unmittelbaren Zusammenhang mit dem Geldmarkt oder der durch die gegenwärtige Lage der Unternehmung zu erwartenden Dividende. Daher kann nicht diese, sondern nur der erstrebte Einfluß in der Generalversammlung zunächst der Grund für die höhere Wertschätzung und damit auch für die Kurssteigerung sein. Doch werden auch in solchen Fällen irgendwelche Rentabilitätsbetrachtungen stets im Hintergrunde stehen.

Soweit nun der Ertragswert in Frage kommt und auf den schon bekannten Erträgen der letzten Jahre aufgebaut ist, stellt er einen für die richtige Bewertung unvollkommenen, objektiven Wert, dagegen unter Rücksichtnahme auf Ertragsaussichten einen subjektiven Wert vor, bei dessen Bestimmung der Blick in die Zukunft gerichtet ist. Es ist also der letztere, obgleich weniger bestimmt erfaßbar, für die Preisbildung von weitaus größerer Bedeutung. Gelegentlich des Bekanntwerdens eines neuen Jahresertrages oder der in Vorschlag gebrachten Dividende aber wird sodann nötigenfalls eine Wertkorrektur vorgenommen werden.

Neben diesem „Rentenertrag“ ist insbesondere auf spekulativen Märkten, und zwar namentlich für Teilhabereffekten, der sich aus Kursgewinn ergebende Ertrag auf die Preisbildung von besonderem Einfluß, der vielleicht am zweckmäßigsten als Spekulationsertrag bezeichnet werden kann. Er kommt vor allem dann in Betracht, wenn ein Papier weniger Anlage- als Spekulationsmittel ist. Diese doppelte Ertragsfähigkeit bildet einen namhaften Vorzug der Teilhabereffekten und zugleich ein Äquivalent für das größere Risiko<sup>1)</sup>.

Doch fordert auch der Aktionär von seinen Teilhaberpapieren einen bestimmten Sicherheitsgrad. Zu Anlagezwecken wünscht er außer einer gewissen Konstanz der Dividende noch die Erhaltung des Kursstandes in einer seinen Anschaffungspreisen wenigstens annähernd entsprechenden Höhe. Der spekulative Aktienerwerber, dem Kursunterschiede erwünscht sind, verlangt gleichfalls ein gewisses Maß von Sicherheit, da auch er sein Risiko nach Möglichkeit beschränken will. Zwar ist ein höheres Risiko bei Aktien stets deshalb vorhanden, da die Anteilseigner die Gefahren der Unternehmung, wenn schon nicht allein, so doch in erster Linie zu tragen haben<sup>2)</sup>. Diese Tatsache kommt auch — wenigstens auf lange Sicht — in dem meist höheren Ertrag zum Ausdruck, der — entsprechend der Gesicherheit der Unternehmung und ihrer Ertragsaussichten — eine verschieden hohe Risikoprämie enthält.

Unter Berücksichtigung dieser Erwägung stellt sich daher die in Betracht kommende, schätzungsweise ermittelte künftige Durchschnittsdividende als Summe zweier Zinsbeträge dar, wovon der eine etwas über dem landesüblichen Zinsfuß gelegene Satz als eigentliche Verzinsung, der andere als angemessene Risikoprämie anzusehen ist. Auf die Kapitalisierung dieser beiden Summanden gründet sich die Preisbildung von Teilhabereffekten, solange das Ertragswertprinzip überhaupt vorherrscht bzw. anwendbar ist. Dadurch wird auch verständlich,

<sup>1)</sup> Auch Obligationen sind in Zeiten stark schwankender Marktzinssätze Gegenstand umfangreicher Spekulation. Siehe Kalveram: a. a. O., S. 1302.

<sup>2)</sup> Dies zeigten auch besonders deutlich die Bankzusammenbrüche der letzten Jahre.

weshalb Effekten mit verschiedener Rentabilität auf dem Markte nebeneinander bestehen können.

Ferner soll noch — wengleich nur mit wenigen Worten — der Sicherheit der Börsenpapiere gedacht werden. Setzt auch die Zulassung eines Effektes zum Börsenhandel eine gewisse Qualität voraus, so ist dadurch doch nicht ihre besondere oder nur ein bestimmter Grad von Sicherheit verbürgt.

Außer dem Ertragswert ist noch der voraussichtliche Liquidationswert, das ist der Anteil am Vermögen, der durch das Teilhaberpapier verkörpert wird, nicht selten auf den Preis von Bedeutung. Der Liquidationswert ergibt sich durch Schätzung auf Grund der Bilanz oder anderer Bewertungsunterlagen unter Rücksichtnahme auf eine Veräußerung oder Liquidation der Unternehmung. Da die Verwertungsmöglichkeiten aber ganz verschieden eingeschätzt werden können, wird der Liquidationswert von den einzelnen Interessenten ungleich hoch bestimmt werden. Denn eine Handhabe für seine auch nur mit annähernder Genauigkeit vorzunehmende Ermittlung ist insbesondere für den Außenstehenden nicht gegeben. Auch der Nennwert bietet weder eine Ober- noch eine Untergrenze.

Das gleiche gilt von dem sogenannten Substanzwert — der zur Zeit der Inflation einen großen Anreiz zum Aktienerwerb bot —, wonach die Aktie als Anteil an den Sachgütern der Unternehmung gewertet wird, die einer Geldentwertung nicht oder doch nicht so stark ausgesetzt sind.

Wengleich der Ertragswert den Preis der Teilhabereffekten zumeist stärker beeinflusst<sup>1)</sup>, so rechtfertigt doch ein höherer Liquidationswert das Steigen des Effektenkurses über, dagegen ein niedrigerer das Zurücktreten des Kurses hinter den Ertragswert. Der stärkere Einfluß des Ertragswertes kann schon mit dem hauptsächlichsten Zweck der Kapitalanlage, als Rentenquelle zu dienen, erklärt werden. Auch ist er zugleich derjenige, der leichter erfaßt und auf Grund der laufenden Erträge und Geschäftsberichte oder bei Spekulationserträgen auf Grund der jeweiligen Kurse bis zu einem gewissen Grade doch kontrolliert werden kann. Dem Liquidationswert der Aktie hingegen, der sich auf die quotenmäßige Anteilnahme am Liquidationserlös gründet und eine Veräußerung der Vermögensbestandteile im Auge hat, kommt nur sekundäre Bedeutung zu. Insbesondere wird sich das breite Publikum seiner nur dann bedienen, wenn die in erster Reihe verwendete Bewertung nach dem Ertrag offenbar nicht ausreicht oder ganz versagt. Solche Verhältnisse waren auch bei der Bewertung der Aktien in der Inflationszeit gegeben, in der diese Papiere vorzugsweise als Werterhaltungsmittel angeschafft wurden.

<sup>1)</sup> Das Streben nach „Substanzwert“ in Ländern und zu Zeiten starker Geldentwertung bildet hiervon eine bekannte Ausnahme.



Außerdem muß bei Teilhaberpapieren darauf Rücksicht genommen werden, daß die Dividende des laufenden oder sogar auch des vorangegangenen Geschäftsjahres im Kurs inbegriffen ist, da die Preisangabe heute einschließlich der noch nicht fälligen Dividenden erfolgt.

Endlich soll noch auf den Einfluß der — gegenüber den bisherigen Darstellungen — mannigfachen Abweichungen und Besonderheiten der neueren Effektypen auf den Preis kurz hingewiesen werden. Allerdings erfahren dadurch die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung in ihrem Wesen keine Veränderung. Denn die neuen Typen stellen nur Übergangs- und Zwischenformen der beiden näher betrachteten Grundtypen der Effekten vor, weshalb Rentabilität und Sicherheit, sofern sie nicht bloß graduelle Verschiedenheiten gegenüber den früheren Ausführungen aufweisen, den Mischformen entsprechend, zum Teil sowohl nach dem Prinzip der Kapitalanteilpapiere als auch nach dem der Forderungspapiere beurteilt werden müssen.

Bietet z. B. die Vorzugsaktie mit limitierter Dividende von gut rentierenden Gesellschaften bezüglich der Erträgnisse eine große Ähnlichkeit mit Obligationen, so darf doch die geringere Gesicherheit der Rente nicht unbeachtet bleiben, weshalb von solchen Vorzugsaktien eine größere Rentabilität verlangt werden wird als von Schuldverschreibungen. Im Verhältnis zu den Stammaktien sind die besonderen Vorrechte und etwa auch die Nachteile der Vorzugsaktien — in ihrer Gesamtwirkung auf den Preis betrachtet — im Einzelfall genau zu veranschlagen. Wird eine begrenzte Vorzugsdividende bei wenig ertragbringenden Unternehmungen den Prioritätsaktien an und für sich zumeist einen namhaften Kursvorsprung vor den Stammaktien sichern, da diesen entweder geringere oder gar keine Aussichten auf Ertrag winken, so liegen die Verhältnisse bei Gesellschaften mit hohen Gewinnen geradezu umgekehrt. Denn hier ist die limitierte Dividende ein Nachteil, sobald den Stammaktionären höhere Gewinnanteile zufallen. Bei Vorzugsaktien mit stets variablen Erträgen dagegen werden die diesen Papieren zukommenden Superdividenden deren Kurse im Vergleich zu jenen der Stammaktien durchwegs günstig beeinflussen. Aber auch die etwa mögliche Rückzahlung von Prioritätsaktien und die Höhe ihres Rücklösungskurses darf ebenso wenig unbeachtet bleiben wie bei Obligationen.

Im Gegensatz zu Vorzugsaktien mit limitierter Dividende, die — wie erwähnt — ein Hinneigen zum Obligationstypus bedeuten, stellen Obligationen mit variabler Verzinsung, z. B. von Aktiengesellschaften, bei denen ihnen für den Fall, als die Dividende der Aktien eine bestimmte Höhe überschreitet, außer der festgesetzten Verzinsung noch ein Anteilsrecht am Reingewinn zugestanden wird, eine Art von Schuldverschreibungen vor, die infolge der Möglichkeit von Schwankungen ihrer Erträge — soweit es sich um gut rentierende Unternehmungen handelt — auch

der Spekulation einen Anreiz bieten. Dadurch wird ihre Preisbildung infolge Annäherung ihrer Eigenschaften an die Teilhabereffekten unsicherer und der Preis stärker schwankend, während ihre Kurslage jene Höhe übersteigt, die ihnen als Schuldverschreibungen nach ihrer nominalen Verzinsung jeweils zukommen würde. Ähnliche Einflüsse auf den Preis sind — unter gleichen Voraussetzungen — auch bei Convertible Bonds und Obligationen mit Optionsrecht zu beobachten<sup>1)</sup>. Allen diesen Obligationen ist gemeinsam, daß ihr Kurs nicht unter jenen von Schuldverschreibungen mit gleich hoher nomineller Verzinsung sinken kann, es sei denn, daß etwa der Zinsen- und Tilgungsdienst des Ausgebers gefährdet wäre.

Wenn wir nun zusammenfassen, können wir feststellen, daß sich die unmittelbar wahrnehmbare (direkte) Preisbildung in Effekten, der Effektenkurs, in der Regel als Ergebnis einer indirekten Preisbildung auf Grund der Lage des Kapitalmarktes und des Erträgnisses darstellt. Nach der jeweiligen Lage dieses Marktes ergibt sich ein gewisses Verhältnis zwischen Ertrag und Kurs, die Rentabilität, die in der Hauptsache den Kurs bestimmt. So bildet sich der Preis zumeist nicht unmittelbar, sondern nach Maßgabe der Verzinsung, die wohl nach der Art der Effekten und dem Grad ihrer Sicherheit unter Einrechnung sonstiger Besonderheiten und Vorteile in ungleicher Höhe gefordert wird. Zuerst wird im allgemeinen das Erträgnis und dann erst danach der Kurs bestimmt, wengleich z. B. an der Börse zuerst der Effektenkurs in Erscheinung tritt und sich daraus die Rentabilität zeigt<sup>2)</sup>.

In den dargestellten Erscheinungsformen entscheiden auch auf dem Effektenmarkt Angebot und Nachfrage, entsprechend ihrer Menge und Intensität über die Höhe des Preises, hervorgerufen und begrenzt durch die obengezeigten Eigenarten der Effekten als Ertragsquelle.

Doch wird durch alle diese Erkenntnisse keineswegs eine Änderung oder Erweiterung jener Bestimmungsgründe erforderlich, die im allgemeinen Teil zur Darstellung gelangten. Denn der Preis ist stets das Ergebnis des Zusammenwirkens von Angebot und Nachfrage, zurückgeführt auf Wertschätzungen von Tauschinteressenten, die durch die gezeigten Komponenten beeinflußt und gebildet werden. Es handelt sich daher um Erscheinungen, die nicht die Bestimmungsgründe verändern, sondern bloß einen Einblick gewähren, unter welchen besonderen wirtschaftlichen Voraussetzungen Angebot und Nachfrage in Effekten zustande kommen und deren Preisbildung vor sich geht.

<sup>1)</sup> Ausführliche Darstellungen über diese Effektypen bei Kalveram: a. a. O., S. 1304ff.

<sup>2)</sup> Walb: Die Börse als Organ der Wirtschaft. Betriebswirt. Rundschau, 1. Jahrg., S. 244.

## VI. Einflüsse der verschiedenen Interessentenkreise auf den Börsenpreis

Wenn auch im ersten Teil dieses Buches das Zustandekommen der Preise nur rein rechnungsmäßig nach Umfang und Intensität von Angebot und Nachfrage gezeigt wurde, so darf doch nicht vergessen werden, daß es sich dort ebenso wie auf dem Effektenmarkt der Börse nicht um totes Zahlenmaterial handelt, sondern dahinter Personen und Personengruppen stehen, die verschiedene Ziele verfolgen und unter besonderen äußeren Gegebenheiten und Einflüssen ihren Vorteil suchen. Von den Einwirkungen, der Zusammensetzung und Stärke dieser Interessentengruppen ist daher die Gestaltung der Preise wesentlich abhängig.

Es sollen dabei vor allem die Verhältnisse in Deutschland und den österreichischen Nachfolgestaaten erörtert, insbesondere aber die von Großbritannien und den Vereinigten Staaten ausgeschaltet werden.

### 1. Einflüsse durch die Emittenten

Die ursprünglichen Ausgeber der Effekten, das heißt jene öffentlichen Körperschaften und privaten Gesellschaften, die durch die Ausgabe von Effekten Schuldner werden bzw. Teilhaber gewinnen, sind in Gemeinschaft mit den oft zu Konsortien vereinigten Banken die Produzenten der neuen Effekten. Insbesondere in Mitteleuropa ist man bei der Zulassung von Effekten zur Börse, wenn es sich nicht um Anleihen des Staates oder anderer öffentlicher Körperschaften handelt, auf die Mitwirkung von Banken angewiesen, da diese den Markt beherrschen. Wenngleich das Interesse dieser Institute vor allem auf den Absatz eingestellt ist, so bildet doch ein hoher Emissionsgewinn nicht immer ihr letztes Ziel. Gerade die Banken, die sich ständig mit dem Emissionsgeschäft<sup>1)</sup> befassen oder durch die Emission die von ihnen gewährten immobilisierten Kredite wieder flüssig, das heißt zu Geld machen — weshalb die Emission oft nur eine Etappe im Zuge einer mehr oder weniger ununterbrochenen Reihe von Kreditgewährungen vorstellt —, werden auch auf die dauernde Unterbringung der durch sie emittierten Papiere zu achten haben. Auch dann, wenn dieses Ziel erreicht ist, werden sie den Effektenkursen ihr besonderes Interesse widmen, falls sie mit dem Ausgeber der Effekten (vor allem den Aktiengesellschaften) in dauernder Geschäftsverbindung stehen, diesen zeitweise Kredit gewähren und den Markt für etwaige Neuemissionen vorzubereiten haben. Es wird die Emissionsbank schon aus dem Grunde, daß sie Effekten vorzugsweise oder doch zum großen Teil bei ihren Kunden untergebracht hat, einen wankenden Kurs nach Möglichkeit zu stützen trachten. Aber auch die Aktiengesellschaften

<sup>1)</sup> Über Emission und Emissionsgeschäft im allgemeinen vgl. die Anmerkung 4 auf S. 80.

selbst können zur Stabilität der Kurse ihrer Aktien durch gleichbleibende Dividenden wesentlich beitragen. Die Gründer oder Großaktionäre werden eine Verflachung der Kurswellen dadurch bewirken können, daß sie bei fallenden Kursen Stücke aufnehmen, das heißt ihren Aktienbesitz vermehren und bei verhältnismäßig hoch erscheinenden Kursen sodann Stücke abgeben, wodurch ihr Aktienbesitz wieder auf den früheren Stand gebracht werden kann. Den Kursschwankungen aber, die in einer allgemeinen Preistendenz an der Börse ihre Ursache haben, wird man wohl in der Regel nicht wirksam entgegentreten können<sup>1)</sup>.

Sogar bei den besten Papieren ist eine gewisse Vorbereitung des Marktes durch eine Organisation, die nur den Banken zur Verfügung steht, notwendig, schon deshalb, damit sich nicht Einflüsse geltend machen, die den Interessen des Ausgebers zuwiderlaufen. Auch benötigt der Kapitalsuchende oft sofort Geld, während die Emission eine gewisse Zeit in Anspruch nimmt. Vor Neuemissionen werden auch die früheren Emissionen desselben Ausgebers nicht selten durch Interventionskäufe im Preise gehoben, auch dadurch, daß durch ausgiebige Gewährung von Krediten der Haussespekulation ein besonderer Anreiz geboten wird. Je geringer der Umsatz in den einzelnen Papieren ist, desto leichter wird den Banken eine Einflußnahme auf die Kursgestaltung gelingen. Die günstigen Kurse, die sodann bei der Neuemission erzielt werden, wiegen in der Regel die verursachten Kosten reichlich auf<sup>2)</sup>.

Doch auch nach der Ausgabe neuer Effekten wird der Markt dieser Papiere durch die patronisierenden Banken überwacht, um nötigenfalls kursregelnd einzugreifen, wenigstens so lange, bis sich ein ständiger Verkehr in diesen Papieren entwickelt hat. Noch darüber hinaus können bestimmte Absichten, wie die Vermeidung größerer Kursschwankungen, das allmähliche Ansteigen der Kurse oder die Verhinderung plötzlicher Kursstürze verfolgt werden.

Hierin zeigt sich der Kredit als Faktor der Preisbildung und Preisbeeinflussung von besonderer Bedeutung, indem die Banken es zum Teil in ihrer Hand haben, durch Bereitstellung von Krediten zu mäßigen Zinssätzen das Börsengeschäft zu fördern und die Kurse zu heben, durch Verweigern der Kredite oder zu hohen Zinsfuß dagegen die Umsätze zu drosseln und den Kursen fallende Tendenz zu geben.

Durch die Zahl und den Umfang der Neuemissionen, die von den Emissionsbanken, sei es von einer einzelnen Bank oder von einem Konsortium, auf den Markt gebracht werden, wird die Preisbildung an der Börse nicht unwesentlich beeinflusst. Insbesondere bei der „Einführung eines Papiers in den Börsenhandel“ ist die Menge der vom Emissions-

<sup>1)</sup> Schmalenbach: Finanzierungen, 3. Aufl., S. 280.

<sup>2)</sup> Schmidt, F.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2. Aufl., S. 87.

institut zur Verfügung gestellten Stücke — wie übrigens die Menge des Angebotes bei jeder Preisbildung — für den Börsenpreis von besonderer Bedeutung. Wenngleich das Emissionshaus in Prospekten oft den Kurs nennt, zu dem ein Papier zur Einführung gelangen soll, wird dadurch nur gesagt, daß eine bestimmte Menge von Effekten zu diesem Kurs verkauft werden wird, die auch von der Zulassungsstelle vorgeschrieben werden kann. Ist eine größere Anzahl von Bestens- und höher limitierten Kaufaufträgen vorhanden, so kann der erste Kurs auch nicht unbedeutend über dem veranschlagten Einführungskurs liegen und — wo nicht eine Repartierung zulässig ist — für einige Tage überhaupt keine Notiz zustande kommen, falls der Kurs den bekanntgemachten Einführungspreis allzusehr übersteigen würde oder das vorhandene Stückematerial nicht ausreicht. Erst nach Reduktion der Aufträge bzw. Limite durch die Kaufinteressenten oder durch Bereitstellung einer größeren Menge durch das Emissionshaus wird später ein angemessener Kurs zustande kommen.

Zur Sicherung vor allzu großen Abgaben neu emittierter Papiere, insbesondere durch spekulative Zeichner (Konzertzeichner), dienen Sperrfristen. Dadurch werden Verkäufe zwar nicht gänzlich verhindert, aber (sofern sie für die Börse in Betracht kommen), doch hinausgeschoben, da beim Ablauf solcher Fristen das Angebot der bezeichneten Personen dennoch auf den Markt gelangt.

Alle diese Tatsachen und Erscheinungen zeigen deutlich den Einfluß der emittierenden Banken auf den Börsenpreis.

## 2. Einflüsse durch die Anlage suchenden Kapitalisten

Den Gegenpol zu den Emittenten bilden auf dem Effektenmarkt die für ihre Geldkapitalien Anlage suchenden Kapitalisten. Dem Zweck der langfristigen Unterbringung ihrer Kapitalien entsprechend, lassen sie sich bei ihrer Wertschätzung für die Effekten von ihrem Urteil über die Sicherheit und Rentabilität der Papiere leiten. Gerade der Einfluß des Sicherheitskoeffizienten wird sie dazu bestimmen, auch für Effekten, die weniger rentabel sind, verhältnismäßig hohe Preise zu zahlen. Aber auch die Rentabilität anderer Anlagegelegenheiten veranlaßt sie zu Vergleichen mit den aus Effekten zu erzielenden Erträgen. Hierfür kommen insbesondere Hypothekendarlehen, die Betätigung in Handel und Industrie, Einlagen bei Banken und Sparkassen, ferner Wechsel-, diskont-, Report- und Lombardgeschäfte in Betracht.

Wenn die Kapitalisten auch gewiß das Steigen der Kurse gerne beobachten, so haben sie dennoch zumeist für Papiere mit starken Kurschwankungen keine besondere Vorliebe. Prion<sup>1)</sup> sagt von ihnen treffend

<sup>1)</sup> Prion: Art. „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., 2. Bd., S. 1073.

daß sie „der ruhende Pol in der Erscheinungen Flucht“ sind; „sie lassen sich nicht leicht aus ihrem Besitz bringen, halten auch dann an den Effekten fest, wenn die Spekulation den Kopf verliert; ihre Käufe sind es, die dem Emissionsgeschäft der Banken wie den Haussekonjunkturen an der Börse den festen Halt und Erfolg, ihre Verkäufe — wenn sie in großem Umfang erfolgen —, die eine rückläufigen Kursbewegung erst den inneren Grund geben, unter Umständen die Panik vollständig machen“.

Sie werden sich so lange nicht zu einer Veräußerung entschließen, als sie die Überzeugung besitzen, daß weder eine Verschlechterung der Ertragsaussichten oder Verminderung der Sicherheit eingetreten ist, noch auch andere weit günstiger erscheinende Anlagemöglichkeiten bestehen. Preisveränderungen, die daher nur auf die momentane Geldmarktlage oder auf ungerechtfertigt betrachtete spekulative Einflüsse zurückgeführt werden, veranlassen die Kapitalisten in der Regel nicht zur Abstoßung ihrer Effekten. Darum wird auch eine Baisse zusammenbrechen müssen, wenn in Ermanglung von genügend erreichbarem flottanten Material, die in festen Händen liegenden Stücke nicht auf den Markt gebracht werden.

Einen besonderen Einfluß auf die Preisbildung haben jene Transaktionen, die in der Erwerbung oder Abstoßung namhafter Aktienpakete, das heißt Papiere der gleichen Unternehmung, bestehen. Ob es sich bei Käufen bloß um das Streben nach Sitz und Stimme im Aufsichtsrat oder im Vorstand oder um die Erlangung der Mehrheit in der Generalversammlung, etwa als Vorbereitung einer Zusammenschließung von Unternehmungen handelt, ist für die Preisbildung an und für sich ohne Bedeutung. Maßgebend ist vielmehr, daß stark tauschfähige Nachfrage oder andernfalls stark tauschfähiges Angebot, sofern sie überhaupt auf den Markt der Börse gelangen, die Preisbildung (zumeist für längere Zeit) nach einer bestimmten Richtung drängen. Sobald solche auf ernste Interessenten zurückzuführende Tendenzen an der Börse bekannt werden, ziehen sie zahlreiche Mitläufer heran, die die Impulse der Preisentwicklung noch weiter verstärken und ihre Transaktionen sogar dann noch fortsetzen, wenn die Interessenten, die den Anstoß gaben, bereits ihre Ziele erreicht haben. Daß Mitläufer dabei zu Schaden kommen können, wenn sie zu höchsten Kursen gekauft oder zu niedrigsten verkauft haben und die Preise wegen der zu weit verfolgten Richtung nunmehr wieder zu den Ausgangskursen gravitieren, ist eine bekannte Tatsache. Für die Börse aber ergibt sich aus der Ansammlung von Aktien zu Aktienpaketen und aus deren Festhalten, da die Papiere dem Markte oft auf lange Zeit, wenn nicht für immer entzogen werden, als unausbleibliche Folge eine Marktverengung.

Nicht unerwähnt soll auch der Einfluß der Kapitalanlagegesellschaften (Investment-Trusts) auf die Preisbildung an der Effektenbörse

bleiben. Diese Gesellschaften streben durch geschickte Auswahl bei der Anschaffung von Effekten eine Verminderung des Risikos dieser Art der Kapitalanlagen und einen Ausgleich der Erträge an.

Die Kapitalisten sind daher keine einheitliche Masse. Sie unterscheiden sich nicht nur durch ihre Kapitalkraft, sondern in der Selbständigkeit des Urteils über Eignung und Aussichten der einzelnen Anlagegelegenheiten sehr wesentlich untereinander. Ein großer Teil des Anlage suchenden, der Börse aber sonst sehr fernstehenden Publikums bedarf daher bei Vornahme von Kapitalanlagen der Beratung, die ihm durch die Banken zuteil wird. Diese sind dazu auch deshalb bereit, da sie hierdurch in die Lage versetzt werden, die Nachfrage nach Effekten in bestimmte Bahnen zu lenken und die von ihnen emittierten Papiere rascher unterzubringen.

### 3. Einflüsse durch die Spekulation

Spekulanten, in ihrer Gesamtheit „die Spekulation“ genannt, tätigen Geschäftsabschlüsse, um aus der zeitlichen Abweichung der Preise Gewinne (sogenannte Differenzgewinne) zu erzielen<sup>1)</sup>. Sie haben ein anderes Interesse an der Preisgestaltung als Kapitalisten; ihr Streben ist darauf gerichtet, Preisdifferenzen auszunützen, die sie auch gern zu fördern bereit sein werden, sofern sich ihnen hierzu eine Möglichkeit bietet. Weder Rentabilität noch Sicherheit sind für sie zwingend und unmittelbar die Triebfeder des Handelns. Für sie sind diese Momente, ebenso wie die Lage des Geldmarktes, allgemeine Wirtschaftslage und Kreditverhältnisse, vor allem insofern von Belang, als sie Kapitalisten beeinflussen und Kursveränderungen bewirken können. Richtiges und rechtzeitiges Erfassen der Veränderung preisbestimmender Faktoren und deren Wirkung bilden das Um und Auf ihres Interesses. Auch die Verteilung der Engagements wird von eingeweihten Spekulanten nicht aus den Augen gelassen. Daher ist ein Abschwenken von den durch Rentabilität und Risiko vorgezeichneten Bahnen möglich. Doch muß dabei in Betracht gezogen werden, daß das Abschätzen der Aussichten einer Änderung der für die Bewertung maßgebenden Faktoren nur von wenigen Personen besorgt wird und sich alle übrigen Spekulanten, insbesondere die zahlreichen Tagesspekulanten, nur darum bemühen, in Erfahrung zu bringen, wie jene Leute, denen sie Übersicht und Einblick in die speziellen Verhältnisse zumuten (z. B. Vorstandsmitgliedern und Direktoren von Banken und Industrie-Aktiengesellschaften, deren Aktien gehandelt werden), ihre Engagements einrichten.

Die soeben charakterisierte berufsmäßige Spekulation ist nicht nur an der Börse, sondern zum Teil auch außerhalb derselben anzutreffen.

---

<sup>1)</sup> Schmidt, F.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2. Aufl., S. 88.

Daneben besteht eine im Wechsel der Zeiten und Konjunkturen verschieden starke, nicht berufsmäßige, die in der Regel im Zusammenhange mit der Kapitalanlage in Effekten „spekuliert“, das heißt versucht, außer den laufenden Erträgen aus Dividenden oder Zinsen Kursgewinne zu erzielen. Auch die Spekulation der „Eingeweihten“ (Vorstandsmitglieder, Direktoren, auch sonstige Angestellte von Industrieunternehmungen, von Banken und andere) muß hier wieder erwähnt werden, die jedoch infolge Kenntnis der genauen Sachlage durch diese Personen oft einen weniger ungewissen Charakter an sich hat, wenn aus verlässlichen Quellen die künftige Gestaltung der Geschäftslage mit ziemlicher Sicherheit vorausgesehen werden kann. Dagegen ist es Personen aus dem fernstehenden Publikum zumeist nur in viel weniger ausreichendem Maße möglich, sich ein richtiges Bild über die Aussichten der Kursgestaltung zu entwerfen.

Es ist naheliegend, daß eine Börse, die — wie wir annehmen wollen — nur einen Bedarfshandel der Kapitalisten, Effektausgeber und Emittenten kennt, geringere Umsätze aufweist als dann, wenn sie sich in eine Börse verwandelt, in der auch die Spekulanten zahlreich vertreten sind. Diese Verbreiterung des Marktes hat auch den Vorzug, daß an der Börse jederzeit oder doch in der Regel jemand gefunden werden kann, der einen bestimmten Börsenwert abzugeben oder zu übernehmen bereit sein wird. Die Spekulation wird um so mehr zum Eingreifen Gelegenheit haben, als die zufällig eintreffenden einseitig gerichteten Aufträge Anlaß zu Preisveränderungen bieten, die weder durch die Effekten selbst noch durch die allgemeine Lage des Marktes begründet erscheinen.

Wenn hier von der Spekulation die Rede ist, müssen alle jene Einflüsse betrachtet werden, die von der spekulativen Tätigkeit auf die Schwankungen der Preise ausgeübt werden. Mit Rücksicht auf die Tatsache, daß Spekulanten nur aus Preisunterschieden Nutzen ziehen, haben sie bei ruhiger Entwicklung der Preise ein ziemlich begrenztes Betätigungsfeld.

Hinsichtlich des Umfanges der Auswirkungen auf die Preisbildung können zwei Arten von Spekulationen unterschieden werden: Die groß angelegte, mehr oder minder langfristige Spekulation und die Tagesspekulation. Beide können entweder wirtschaftlich gerechtfertigt sein oder aber einer solchen Voraussetzung entbehren.

Die langfristige Spekulation hat dann eine wirtschaftlich gesunde Grundlage, wenn aus klar erkannten oder doch gefühlten Wirtschaftsgestaltungen der Zukunft schon in der Gegenwart Kauf- oder Verkaufsgeschäfte abgeschlossen werden. Diese Spekulation — sagt Walb<sup>1)</sup> —

<sup>1)</sup> Walb: a. a. O., S. 243.



„hat eine außerordentlich günstige Wirkung auf die Preisbildung“. Sie bewirkt ein allmähliches Steigen bzw. Fallen der Preise, ohne zu große plötzliche Sprünge oder — um mit dem vorgenannten Autor zu sprechen — „mit anderen Worten, sie nivelliert die Preiskurve“. Aber nicht nur dann, wenn die Kurswellen der vorangegangenen Zeit flach verlaufen sind und erhebliche Änderungen zulässig erscheinen, wird die Spekulation wirtschaftlichen Notwendigkeiten entspringen, sondern auch dann, wenn sie einer übertriebenen Hausse durch Abgaben, einer zu weit verfolgten Baisse durch ihr Auftreten mit Käufen ein Ende bereitet und die Kurse auf eine angemessen erscheinende Höhe zurückführt.

Es muß dagegen als eine wirtschaftlich nicht gerechtfertigte Spekulation bezeichnet werden, wenn z. B. Banken und Bankiers, in der Erwartung einer finanziellen Zwangslage ihrer Kunden, deren Depot-Effekten verkaufen, um später nach Erhalt der vorausgesehenen Verkaufsaufträge dieser Personen, bedingt durch deren Kapitalmangel, mit ihren eigenen Deckungskäufen aufzutreten, wobei sie mit Rücksicht auf die Marktlage entweder als einzige oder doch als preisbestimmende Käufer (Käufer an der Grenze) ihren Kunden niedrige Preise diktieren können. Ebenso kann beispielsweise auch der Anschaffung von Aktien bei gleichzeitiger Ausstreueung vorteilhafter Nachrichten über die betreffenden Unternehmungen und dem späteren Verkauf der Papiere zu höheren Kursen, die weder durch die Papiere selbst noch durch die Lage des Kapitalmarktes begründet erscheinen, nicht die wirtschaftliche Notwendigkeit zuerkannt werden.

Die kleine Spekulation wird seitens der Großbanken oft nicht unwesentlich erschwert, indem die schon oben erwähnten Teilkonzentrationen<sup>1)</sup>, bewirkt durch das Zusammenströmen zahlreicher Geschäfte bei diesen Instituten, den Markt für den kleinen Spekulanten unübersichtlich erscheinen lassen, und auch das Überraantwerden gelegentlich der Kursbeeinflussung von Banken, gesichert durch große Kapitalkraft, eine Gefahr bedeutet.

Während sich der Börsenspekulant die Wahrnehmung preisbeeinflussender Momente im Markte sofort zunutze machen kann, gelangen die Spekulanten außerhalb der Börse insofern ins Hintertreffen, als sie erst in einem späteren Zeitpunkt die gewonnene Erkenntnis verwerten und in Börsenaufträge umsetzen können. Doch bleibt dem Börsenbesucher infolge der Nervosität des Börsenverkehrs und des Strebens nach raschem Handeln weniger Muße und Zeit für kühle Überlegung als dem außenstehenden Interessenten, dem Nachrichten über Vorkommnisse zwar oft später, dafür aber in genauerer Fassung und mehr von tendenziösem Beiwerk befreit, zur Verfügung stehen.

---

<sup>1)</sup> Vgl. die Ausführungen S. 56.

Schon an anderer Stelle ist auf die Bedeutung und den Einfluß des Kredits auf die Spekulation hingewiesen worden. Durch die Inanspruchnahme von Kredit verliert der Spekulant auch die Unabhängigkeit in seinen Entschlüssen. Solange er mit eigenen Mitteln arbeitet ist er in der Lage, Perioden starker Kursrückgänge zu überdauern. In je höherem Maße er jedoch auf Kredit, namentlich Bankkredit, angewiesen ist, in desto stärkerem Grade wird er von der Kursgestaltung abhängig. Sowohl die bei Kursrückgängen zu leistenden Nachschüsse als auch die hohen Kosten des Kredits können ihn zu einem vorzeitigen und verlustreichen Verkauf der Papiere nötigen. Solche in größerer Menge vorgenommene Zwangsverkäufe beeinflussen die Kursbildung sehr beträchtlich und führen infolge andauernder Verschlechterung der Kurse zu immer weiteren Zwangsverkäufen. Je niedriger die Deckung ist, die bei der Einräumung von Spekulationskrediten verlangt wird, desto zahlreicher werden auch Bankkunden zur Aufgabe ihrer Engagements gezwungen, wodurch sie in namhafter Weise die Beunruhigung des Marktes erhöhen. Die Banken haben es daher in der Hand, durch Forderung entsprechend höherer Deckung unverhältnismäßig große Spekulationen ihrer Kunden zu verhindern und auf dem Markte zur Erzielung einer ruhigen Kursentwicklung beizutragen.

In diesem Zusammenhange soll die Bedeutung der Börsenengagements überhaupt für die Preise kurz skizziert werden.

Namentlich im Termingeschäft sind die Engagementverhältnisse auf die Höhe des Börsenpreises von besonderem Einfluß, und zwar infolge der Lage, in der sich die Hausse- und die Baissepartei befinden. Hat jene an dem Steigen der Kurse ein Interesse, so wird sie doch, sobald die Engagements nicht mehr durchgehalten werden können, oft früher als erwünscht, Realisationsverkäufe vornehmen. Wenn dagegen auch die Baissepartei mit Kursrückgängen rechnet, so kann auch sie bei aussichtslos erkannter Position oder infolge Stückemangels in einem bestimmten Zeitpunkt, mehr oder weniger gezwungen, zur Glattstellung ihrer Engagements schreiten müssen. Aber nicht die Hausse- und Baissepartei allein bestimmen den Kurs, sondern nur in Gemeinschaft mit den Kauf- und Verkaufaufträge erteilenden Kapitalisten und Banken, weshalb auch die Stärke der einzelnen Gruppen hinsichtlich Menge und Intensität von Angebot und Nachfrage besonders beachtet werden muß.

Während das Publikum im allgemeinen nur à la Hausse spekuliert und auch die Banken, denen Kursrückgänge zumeist nicht erwünscht sind, gern eine „feste“ Börse sehen, gehen die berufsmäßigen Börsenspekulanten — je nachdem es ihnen im konkreten Zeitpunkte für die einzelnen Papiere vorteilhaft erscheint — bald Hausse- bald Baisseengagements ein. Weist die Einstellung der berufsmäßigen Spekulation dem Börsenpreis auch eine bestimmte Richtung, so darf doch nicht

übersehen werden, daß Spekulanten, wenn sie eine Tendenz als zu weit verfolgt erachten, nicht nur Realisationsgeschäfte vornehmen, sondern sich auch drehen, das heißt in das Lager der Gegenpartei übergehen<sup>1</sup>).

So wird nach einer Börsenkrise, bei der die Kurse durch namhafte Leerverkäufe der Baissiers gedrückt wurden, doch wieder ein Zeitpunkt der Umkehr kommen, indem die Spekulanten, etwa auch bestärkt durch vereinzelt Käufe aus dem Publikum, zur Glattstellung ihrer Engagements schreiten, das heißt mit Deckungskäufen einsetzen. Auch vereinzelt eintreffende ungünstige Nachrichten sind nicht mehr imstande, die Kurse nennenswert zu drücken, da jedes auch nur wenig niedrigere Verkaufangebot die Baissepartei zur vermehrten Glattstellung veranlaßt. Wenn nun auch Banken mit Käufen einsetzen und infolge günstiger Nachrichten Kaufaufträge des Publikums vorliegen, kommen nicht selten merkliche Preisschwankungen nach oben vor. Hat sich die Baissepartei bereits vollständig eingedeckt, so ist die ganze Preisbildung an der Börse nach oben orientiert, denn auch die Kontertermineure von früher engagieren sich nun à la Hausse. Das Anhalten dieser Stimmung hängt allerdings von den besonderen Verhältnissen ab. Haben sodann einsichtige Spekulanten erkannt, daß ein Hinaufschrauben der Preise nicht mehr aussichtsreich erscheint, so werden sie zunächst ihre Hausseengagements durch Verkäufe liquidieren und später wieder mit Blankoverkäufen auftreten; da sie jedoch zu möglichst hohen Kursen verkaufen wollen, haben sie zunächst kein Interesse an einem Preissturz. Sie müssen im Gegenteil einen Zeitpunkt zu wählen trachten, in dem sie noch entsprechend kaufkräftige Nachfrage vorfinden. Sind Leerverkäufe in genügend erscheinender Menge durchgeführt, so werden sie mit allen Mitteln die Kurse zu drücken versuchen, wozu insbesondere auch weitere Abgaben dienen. Allerdings sind Engagements der großen Spekulation zumeist nicht gleich gerichtet, und es vollziehen sich auch die Übergänge von der einen zur anderen Richtung nicht ohne Kämpfe.

Auch bei Neuemissionen kann den Spekulanten eine Funktion zukommen, wenn sie eine Vermittlerrolle zwischen Emittenten und Kapitalisten übernehmen. Dazu ist aber wenigstens die berufsmäßige Spekulation infolge ihrer zumeist nicht allzu starken Kapitalkraft und dem Wachsen derjenigen der Großbanken heute weniger als vor Jahrzehnten berufen<sup>2</sup>). Auch der spekulative Erwerb durch das außenstehende Publikum wird dadurch erschwert, daß bei den von den Banken — wie bereits erwähnt — zumeist außerhalb der Börse emittierten Papieren die sogenannten Konzertzeichner gelegentlich der Zuteilung von Stücken, wenn nicht ganz ausgeschlossen, doch erst in letzter Reihe berücksichtigt

<sup>1</sup>) Ausführlichere Darstellungen bei Prion: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, Leipzig. 1910.

<sup>2</sup>) Vgl. Schmidt, F.: a. a. O., S. 93.

werden. Deshalb ist die Spekulation vom Feld der Neuemissionen mehr oder minder abgedrängt und ihr als Tätigkeitsgebiet der Markt der bereits emittierten Effekten zugewiesen.

#### 4. Einflüsse durch die Arbitrage

Die Effektenarbitrage bildet den Inhalt jener Tätigkeit, die aus den Preisunterschieden gleicher Wertpapiere an verschiedenen Börsenplätzen Nutzen zu ziehen strebt, und zwar insbesondere durch gleichzeitigen Kauf am Orte niedrigerer und Verkauf am Orte höherer Preise, wodurch sowohl zwischen den Börsen des Inlandes als auch zwischen inländischen und ausländischen Börsen ein wenigstens annähernder Ausgleich der Preise herbeigeführt wird. Als Arbitrage kommt hier vor allem die Differenzarbitrage in Betracht, der gleichzeitig billige Kauf und teure Verkauf des gleichen Quantum gleicher Ware auf verschiedenen Märkten<sup>1)</sup>.

Rein theoretisch wäre beim Arbitragegeschäft ein Risiko nicht zu vermuten, da die Kurse an beiden Plätzen im Zeitpunkt der Vereinbarung von Geschäft und Gegengeschäft bekannt sind. Infolge der leichten Beweglichkeit der Kurse aber und der oft nur geringen Kursunterschiede, die darin begründet sind, daß jede kleine Spannung nach Möglichkeit ausgenützt wird, ist dadurch wohl ein Risiko gegeben und jedem Arbitrageur auch bekannt. Wer arbitrieren will, muß daher nicht nur die jeweilige Höhe der Kurse, sondern auch die Tendenz der Kursänderungen im Auge behalten. Es ist dabei zu berücksichtigen, daß auch die Ausführung der eigenen Arbitragegeschäfte ebenso wie die anderer Arbitrageure die Kurse beeinflussen kann, indem Käufe eine Preiserhöhung, Verkäufe eine Preissenkung bewirken. Infolge dieser Tatsache hat auch die Arbitrage bis zu einem gewissen Grad einen spekulativen Einschlag. Sie wird so lange fortgesetzt werden, bis zwischen den einzelnen Märkten nur so geringe Preisunterschiede verbleiben, daß sie nicht mehr genügen, um die Kosten zu decken<sup>2)</sup>.

Eine geregelte Arbitrage ermöglicht erst der moderne Nachrichtenverkehr, insbesondere durch die Ausgestaltung des Fernsprechwesens. Denn Arbitragegeschäfte werden zum großen Teil von Börse zu Börse — oft unter Benützung von Paritätstabellen — telephonisch vereinbart, wobei ein gewisses Kalkulationstalent ebenso wie große Gewandtheit erforderlich ist. Da die Arbitrage auch eine genaue Markt- und Waren-

<sup>1)</sup> Denn es handelt sich hier selten um die sogenannte Ausgleichsarbitrage, bei der für den Ausgleich einer Schuld oder Forderung der geeignetste (günstigste) Börsenwert, Platz oder Termin durch kalkulatorischen Vergleich gesucht wird.

<sup>2)</sup> Über die Kosten der Arbitrage vgl. Schmidt, F.: Art. „Arbitrage“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl., S. 917, und Prion: Art. „Börsenwesen“, a. a. O., S. 1076.

kenntnis voraussetzt, ist an vielen Börsen, insbesondere bei jenen Firmen, die sich vorzugsweise mit diesem Geschäftszweig befassen, eine Spezialisierung festzustellen, zum Teil für die Arbitrage mit bestimmten Plätzen, zum Teil in bestimmten Papieren.

Aber nicht jede Börse und jedes Papier wird sich zur Arbitrage eignen; nur ein breiter, insbesondere ein spekulativer Markt, der jederzeit kauf- und verkaufstüchtig ist, wird für die Arbitrage einen geeigneten Boden bieten, auf dem sie einen interurbanen und internationalen Ausgleich, das heißt eine Vereinheitlichung der Preise, herbeiführen kann.

## VII. Die organisatorischen Besonderheiten der Preisbildung an der Effektenbörse

Die verschiedenen Markt- und Handelsformen, aus denen die Börsenkurse herauswachsen, sind auf die Bildung der einzelnen in Betracht kommenden Preise von besonderem Einfluß. Da schon im allgemeinen Teil dieses Buches die Bedeutung und Wirkung der Konzentration von Angebot und Nachfrage erörtert wurde, kann es nunmehr nur unsere Aufgabe sein, klarzulegen, wie die für die einzelnen Börsen und ihre Teilmärkte geschaffenen Einrichtungen den Preis in Erscheinung treten lassen, indem sie Angebot und Nachfrage zusammenführen. Hierdurch wird zugleich die Börsentechnik in den Vordergrund gerückt und deren Einwirkung auf die Preisbildung gewürdigt. Mit Recht sagt Walb<sup>1)</sup>: „Wenn die wesentlichste Aufgabe der Börse darin besteht, Organ der Preisbildung zu sein, so gewinnt notwendigerweise ihre Preisbildungstechnik eine besondere Bedeutung. Denn die Art des Zustandekommens der Preise ist entscheidend für deren Zuverlässigkeit und Brauchbarkeit.“

### 1. Die Marktbildung

Dieser Abschnitt verfolgt das Ziel, die Arten und Modalitäten des Zusammentreffens von Angebot und Nachfrage der im höchsten Maße fungiblen Effekten an der Börse in ihren Grundzügen zur Darstellung zu bringen. Über die Bedeutung, die dem modernen Nachrichtenverkehr für das Zusammenströmen der Aufträge aus oft weit ausgebreiteten Gebieten an den Effektenbörsen als Zentralmärkten verschiedenen Grades zukommt, ist schon andernorts gesprochen worden<sup>2)</sup>. Es erübrigt sich daher, hier nur die verschiedenen Arten der Zusammenfassung und Zusammenführung der schon gegebenen, das heißt an der Börse bereits vertretenen Kauf- und Verkaufwerbungen zu zeigen.

---

<sup>1)</sup> Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre. Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute, II. Buch, S. 163f.

<sup>2)</sup> Vgl. S. 78.

### A. Die örtliche Marktbildung

Die örtliche Marktbildung besteht darin, daß der Geschäftsabschluß in bestimmten Papieren nicht nur an der Börse überhaupt, sondern oft an bestimmten Orten innerhalb des Börsenraumes (zumeist Börsensaales) stattfindet, wofür an bedeutenden Börsen vor allem die große Zahl der Effekten von entscheidendem Einfluß ist. Es bilden sich örtliche Märkte, die an bestimmten Stellen des Börsensaales anzutreffen sind oder durch Maklergruppen und deren Schranken repräsentiert erscheinen. Die dem Handel in einzelnen Werten dienenden Plätze sind entweder von der Börsenleitung zugewiesen oder sie werden nach altem Brauch beibehalten<sup>1)</sup>. Oft werden nicht nur einzelne, sondern auch Gruppen gleichartiger Papiere auf demselben Platz gehandelt (z. B. Kaffernmarkt und Consolmarkt in London, Exoten in Wien)<sup>2)</sup>.

Ist dadurch der Markt der Börse namentlich für Termin- und Schwankungswerte (fortlaufend gehandelte Papiere), an größeren Börsen durch die Gruppeneinteilung der Makler<sup>3)</sup> auch darüber hinaus bis zur Gänze, geradezu in eine Anzahl Spezialmärkte aufgelöst, die wohl untereinander in Wechselbeziehung stehen, so zeigen dagegen die kleineren Börsen — doch namentlich auf Termin gehandelte Papiere ausgeschlossen — einen durchwegs oder doch vornehmlich einheitlichen, örtlich ungeteilten Markt, worüber noch die Rede sein soll.

### B. Die zeitliche Marktbildung

Die zeitliche Marktbildung beruht auf der Zusammenfassung von Angebot und Nachfrage in bestimmten Zeitpunkten bzw. in mehr oder

<sup>1)</sup> Insbesondere den auf Zeit und auch den anderen fortlaufend gehandelten Effekten sind an großen und mittleren Börsen bestimmte Plätze im Börsensaal angewiesen; so vor allem in Berlin, Frankfurt a. M. und Wien, aber auch in München, Breslau, Stuttgart, Budapest und an anderen Börsen.

<sup>2)</sup> Auch an der Berliner Börse ist die lokale Vereinigung des Handels in gleichartigen Papieren nach Möglichkeit durchgeführt.

<sup>3)</sup> Die Gruppeneinteilung besteht darin, daß die Makler nicht in allen, sondern nur in bestimmten, ihnen von der Börsenleitung zugewiesenen Effekten Geschäfte vermitteln. Die Einrichtung der Maklergruppen findet sich an den Börsen von Berlin, Wien, Prag, München, Köln, Leipzig, Breslau, Hannover und anderen.

In Frankfurt a. M. sind Abweichungen anzutreffen. Die Tätigkeit der Kursmakler, die Geschäfte in allen amtlich zugelassenen Wertpapieren vermitteln können, beschränkt sich dennoch auch hier in der Hauptsache auf die ihnen vom Börsenvorstand zugeteilten Effekten (Skontri). Doch hat, obwohl die Skontri häufig zwischen mehreren Kursmaklern geteilt sind, nur einer die Führung inne. Es besteht also keine, oder wenigstens nicht in dem gleichen Sinne eine Gruppeneinteilung der Kursmakler wie etwa in Berlin, wo zwei Makler eine Gruppe bilden.

Keine Maklergruppen bestehen z. B. an den Börsen von Stockholm, Stuttgart und Mannheim.

minder kleinen Zeitabschnitten während der Börsenzeit, und zwar entweder an allen oder nur an bestimmten Börsentagen.

Die für deutsche Börsen wichtigste, nach außen jedoch nicht so deutlich in Erscheinung tretende Form der zeitlichen Marktbildung stellt diejenige in den sogenannten Einheitspapieren vor, in denen von Maklern täglich nur ein Einheitskurs errechnet wird. Sie ist insofern eine zeitliche Marktbildung, als nur die bis zu einem gewissen Zeitpunkt bei den Maklern eingetroffenen Aufträge berücksichtigt und der Kursermittlung zugrunde gelegt werden.

Mit dieser Art nahe verwandt ist die sogenannte Auktionsform, wie sie an kleinen deutschen Effektenbörsen anzutreffen ist. Sie besteht darin, daß die einzelnen Papiere durch einen Makler oder anderen Beauftragten aufgerufen werden, worauf die Kauf- und Verkaufinteressenten ihre Angebote zurufen. Kommen dadurch Geschäfte zum Abschluß, so werden sie vom Auktionsleiter notiert. Durch eine solche Art des Handels wird an kleineren Börsen der gesamte Verkehr einem Versteigerungsmarkt analog organisiert<sup>1)</sup>, indem die einzelnen Werte der Reihe nach vorgenommen werden.

Es ist wohl selbstverständlich, daß bei einer solchen Einrichtung einem Börsenwert bestenfalls nur wenige Minuten gewidmet sein können, auch dann, wenn die Zahl der Papiere verhältnismäßig gering ist, und daß dieses System in gleicher Art wie der Einheitspreis überhaupt die fortgesetzte Anpassung der Preise an diejenigen anderen Börsen und daher auch die Arbitrage behindert. Deshalb ist das Auktionsverfahren auf Märkten mit zahlreichen Papieren nicht durchwegs, noch weniger aber der Einheitskurs bei lebhaft gehandelten Effekten anwendbar oder doch entsprechend<sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Vgl. die entsprechenden Ausführungen von Obst: Art. „Börsengeschäfte“ im Hwb. d. Betriebswirt., 1. Bd., Spalte 1530f.

<sup>2)</sup> Einen guten Überblick über die Einteilung der Börsenzeit einer kleineren — abgesehen von dem fließenden Handel in Termin- und Schwankungswerten —, einen lokal einheitlichen Markt bildenden Börse dürfte die folgende Bekanntmachung des Vorstandes der Effektenbörse in Stuttgart geben. Denn infolge der örtlichen Einheit des Marktes, die in Stuttgart auch durch das Fehlen von Maklergruppen charakterisiert ist, können die einzelnen Effektenkategorien ebenso wie die Anfangs- bzw. Schlußkurse nicht gleichzeitig, sondern nur in zeitlicher Aufeinanderfolge zustande kommen.

Stuttgart, den 9. November 1928.

### Bekanntmachung

Durch Beschluß des Börsenvorstandes werden die Anfangszeiten für den Börsenhandel an der hiesigen Effektenbörse mit Wirkung ab 12. November 1928 wie folgt festgesetzt:

11.45 Uhr Festverzinsliche Werte.

12 „ Freiverkehr. (Fortsetzung auf S. 126.)

Eine andere Art zeitlicher Marktbildung besteht darin, daß Papiere nicht täglich, sondern infolge geringer Umsätze nur an bestimmten Tagen gehandelt werden. So ist an der Stockholmer Fondsbörse nur an zwei Tagen der Woche eine Marktbildung für kleine Papiere anzutreffen, ebenso wie vor einigen Jahren auch an der Berliner Börse in kleinen Stadtanleihen nur zweimal wöchentlich ein Handel stattfand<sup>1)</sup>.

### C. Die persönliche Marktbildung

Die persönliche Marktbildung erfolgt zum Teil durch autoritativ geregelte, zum Teil durch freiwillige Spezialisierung der Börsebesucher.

Die autoritativ geregelte Spezialisierung erhält an jenen nach deutschem Muster organisierten Börsen Bedeutung, an denen infolge der großen Zahl von Effekten und Effekturnumsätzen nicht jeder beidete Makler (Kursmakler) in der Lage sein kann, den Markt zu übersehen, weshalb einem jeden von ihnen nur bestimmte Papiere zur Geschäftsvermittlung zugewiesen werden. So bilden z. B. in Berlin je zwei Kursmakler, in Wien für den Aktienhandel im Schranken derzeit zumeist je sechs Sensale eine Gruppe<sup>2)</sup>, der eine bestimmte Anzahl von Papieren

---

	12.15 Uhr	Termin- und Schwankungswerte, und zwar derart, daß zuerst die ersten Kurse der Terminwerte und hernach diejenigen der Schwankungswerte an der seitherigen Schranke des Schwankungsmarktes der Reihe nach notiert werden. Während die Schwankungswerte zur Notiz gelangen, kann auch in Terminwerten offiziell gehandelt werden.
	12.30 „	Kassamarkt (Aktien).
Frühestens	12.45 „	Kassenkurse der Termin- und Schwankungswerte.
„	13.05 „	Festsetzung der Schlußkurse der Terminwerte.

Bis zur erfolgten Festsetzung der Schlußkurse der Terminwerte kann ohne Unterbrechung von 12.15 Uhr ab offiziell in den Termin- und Schwankungswerten gehandelt werden. Nach Festsetzung der Terminschlußkurse abgeschlossene Geschäfte haben keinen Anspruch auf offizielle Notiz.

Die obigen Anfangszeiten gelten von Montag bis Freitag. An den Samstagen werden die Anfangszeiten für

Festverzinsliche Werte,  
Freiverkehr,  
Termin- und Schwankungswerte,  
Kassamarkt für Aktien

je um 1 Stunde vorverlegt, jedoch erfolgt an diesen Tagen die Festsetzung der Kassenkurse auf Zeit und variabel gehandelter Werte direkt anschließend an den Aktienmarkt; die Festsetzung der Schlußkurse für die auf Zeit gehandelten Werte wird direkt anschließend an die Festsetzung der Kassenkurse der Termin- und variablen Werte vorgenommen.

<sup>1)</sup> Vgl. Schmidt, F.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2. Aufl., S. 64f.

<sup>2)</sup> Die frühere Gruppeneinteilung an der Wiener Börse, wobei je drei Sensale einer Gruppe angehörten, ist mit 1. Juli 1928 durch eine neue ersetzt



zur Geschäftsvermittlung und Preisbildung zugewiesen ist. An anderen Börsen (z. B. in München, Köln und Prag) wird jedem Makler eine besondere Effektengruppe zugeteilt. Diese Zuweisung gewinnt noch an Bedeutung, wenn nur die von den Maklern ermittelten Kurse in das Kursblatt gelangen, was in Papieren mit Einheitskurs wohl allgemein zutreffen dürfte. Aber auch darüber hinaus sind die von Maklern ermittelten Preise für die Veröffentlichung der Börsenkurse fast ausnahmslos von entscheidendem Einfluß<sup>1)</sup>.

Zur Bekanntmachung der Makler, denen die einzelnen Papiere zugewiesen sind, dienen entweder besondere Verzeichnisse (wie an deutschen Börsen) oder die Angabe der Maklergruppen im Kursblatt (wie in Wien).

Die freiwillige Spezialisierung ist an den kontinentalen Börsen weniger stark ausgebildet. Nur für den Handel in jenen Papieren, in denen ein freier Marktverkehr stattfindet, ist vor allem eine Spezialisierung von Börsenbesuchern anzutreffen, und zwar entweder nur für einzelne Papiere oder für Gruppen verwandter Effekten. Insbesondere Personen, die sich der kleinen, der sogenannten Tagesspekulation widmen, gehören zum großen Teil hierher. An der Wiener und Prager Börse sind die Kulissiers (besser Chefkulissiers) nach Effekten spezialisiert<sup>2)</sup>. Dagegen ist bei den freien Maklern (in Wien und Prag Agenten genannt) eine Beschränkung auf einzelne Börsenwerte nur ausnahmsweise zu finden, wengleich manche die Vermittlung in bestimmten Gruppen von Effekten bevorzugen. Eine vollkommene freiwillige Spezialisierung, die auch dem Börsenverkehr ein besonderes Gepräge verleiht, ist bei dem Jobber oder Dealer in London anzutreffen, der sich dem Handel einer von ihm gewählten Anzahl von Wertpapieren widmet, obwohl auch hier die Grenzen flüssig sind.

#### D. Kombinationen der Marktbildung

Diese verschiedenen Arten der Marktbildung gelangen aber nicht isoliert, sondern zum größten Teil notwendigerweise kombiniert zur Wirkung.

---

worden. Derzeit bestehen zwei Gruppen für Anlagewerte (I und II) zu zwei bzw. drei Sensalen und fünf Gruppen für Aktien (1 bis 5), fast durchwegs zu sechs Sensalen.

<sup>1)</sup> Anders liegen die Verhältnisse im Kulisseverkehr (offiziellen freien Handel) der Wiener und Prager Börse, der nur zwecks Aufsicht und Erledigung von Streitfällen einem beedeten Sensal unterstellt ist.

<sup>2)</sup> Nach der Kulissenordnung der Prager Börse (seit 11. Oktober 1920), Punkt 4, versteht man unter Kulissier eine bestimmte Person, der „die Verwaltung und das Arrangement der Kulisse“ anvertraut ist. Des weiteren unterrichtet über Kulissiers, ihre Aufgaben und Tätigkeit mein Buch „Ab-schluß und Abwicklung der Effktengeschäfte im Wiener Börsenverkehr“, S. 18 u. 36.

Vor allem ist die zeitliche Marktbildung ohne besondere örtliche überhaupt nicht durchführbar, da die Anwesenheit der handelnden Personen auf verhältnismäßig engem Raum, oft auch einem bestimmten Platz im Börsensaal, unerlässlich erscheint. Durch die Einteilung der Kursmakler (Sensale) in Gruppen wird außerdem — wie schon die früheren Darlegungen ergeben dürften — die örtliche mit der persönlichen Marktbildung zwangsweise kombiniert, indem durch die persönliche Marktbildung, infolge des festen oder doch jeweils bekannten Standortes der Makler an der Börse, zugleich auch die örtliche Marktbildung gegeben ist. Bei Papieren aber, in denen an einem Börsentag planmäßig nur eine Kursbildung stattfindet, das heißt nur ein Einheitskurs ermittelt wird, vereinigt sich die örtliche Marktbildung, und zwar bei der Maklergruppe, mit der zeitlichen, durch den bestimmten Zeitpunkt des „Kursmachens“ repräsentiert, und schließlich mit der persönlichen infolge Bindung an einen oder mehrere Kursmakler, — je nach der in Betracht kommenden Börse und Maklergruppe. Eine gleiche Kombination ist bei Ermittlung der Anfangs- und Schlußkurse im offenen Markt (das heißt bei fließend gehandelten Effekten) anzutreffen, wo sich ebenfalls der Markt um bestimmte Personen (Kursmakler bzw. in Wien und Prag die Kulissiers) zur festgesetzten Zeit und an bestimmten Orten bildet. Bei solchen Papieren mit „fortlaufenden Notierungen“ ist ebenso wie auf Terminmärkten auch in der Zwischenzeit, nämlich während des fließenden Handels, außer der notwendigen örtlichen insofern noch eine zweite persönliche Marktbildung vorzufinden, als hier unter anderen auch jene schon erwähnten Personen ortsanwesend sind, die sich für das betreffende Papier bzw. eine Gruppe von Papieren freiwillig spezialisiert haben.

## 2. Die Arten der Preisentstehung

### A. Einzel- oder Schwankungskurse

Bei Einzelkursen ist insofern ein unmittelbares Zustandekommen der Preise gegeben, als Kauf- und Verkaufinteressenten direkt miteinander in Verbindung treten und den Kurs unmittelbar miteinander vereinbaren. Auf eine solche Art entstandene Preise sind an allen Börsen anzutreffen, und zwar in jenen Werten, in denen ein „freier Handel“ stattfindet, worunter hier nicht etwa bloß der „freie Verkehr“, das heißt der Handel in (amtlich) nicht notierten Papieren gemeint sein soll, sondern die Form des Börsenverkehrs auf dem offenen Markt, bei der die Kontrahenten frei miteinander verhandeln und nicht an Zwischenpersonen oder Vermittler gebunden sind. Der Preis wird mit den Gegenkontrahenten unmittelbar „ausgehandelt“, sofern man sich nicht freiwillig — vielleicht aus Zweckmäßigkeitsgründen — eines Vermittlers (etwa eines freien Maklers) bedient, der für seinen Auftraggeber in gleicher Weise

tätig ist, das heißt ebenfalls direkt mit den Gegenkontrahenten über den Preis feilscht<sup>1)</sup>. Die so zustande gekommenen Einzelkurse sind daher auch als rein individuelle Kurse, wenngleich unter Einwirkung der Marktlage der Börse, anzusehen. Bei mangelnder örtlicher Konzentration können sogar zur gleichen Zeit Geschäfte zu verschiedenen Kursen getätigt werden; es ist möglich, daß soviel voneinander verschiedene Kurse als Geschäftsabschlüsse vorkommen.

Diese Form des Börsenverkehrs ist an Effektenbörsen, insbesondere auf den eigentlichen Terminmärkten und dem Markte für amtlich nicht notierte Werte, heimisch, aber auch für andere, stark umgesetzte Papiere des Kassamarktes vorgesehen. So findet z. B. in Berlin, Frankfurt a. M. und an anderen deutschen Börsen ebenso im Kassahandel „zu fortlaufenden Kursen“ ein solcher offizieller freier Handel statt, wie in den amtlich notierten Kulissepapieren der Wiener und Prager Börse.

Die Freiheit oder Ungebundenheit des Handels hat gewisse Vorteile und Nachteile, die vor allem damit zusammenhängen, daß sie ein System des ununterbrochenen Ausgleiches der Aufträge vorstellt. Während der ganzen Börsenzeit können zwanglos Geschäftsabschlüsse erfolgen. Dabei hat jeder neu auf den Markt kommende Auftrag die Wirkung, den Preis zu seinen Ungunsten zu verändern. Denn der ausgeglichene und sehr empfindliche Markt wird, wenigstens theoretisch genau genommen, auf das Hinzukommen von tauschfähigen Kaufaufträgen zumeist mit einer Preissteigerung, auf das Hinzutreten von Verkaufaufträgen mit einem Fallen der Preise, wenn auch oft in geringem Maße, reagieren. Es wird dadurch das Gleichgewicht gestört, das sich herausgebildet hat, und ein neuer Gleichgewichtszustand muß wieder geschaffen werden. Aber auch der dadurch erzwungene neue Preis gilt vielleicht nur für einen Geschäftsabschluß, denn jeder weitere Auftrag kann diesen Preis wieder verändern. Daher ist diese Art der Preisbildung, wenn sie fortgesetzt, z. B. während der ganzen Börsenzeit, erfolgt, gleichbedeutend mit einer fortgesetzten Umbildung des Preises<sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Namentlich für den freien Handel kommt eine besondere Art der Bestens-Aufträge in Betracht, die mit dem Zusatz „sukzessive“ oder „Interesse während“ erteilt werden. Sie weist den Beauftragten an, eine (größere) Order dem Markt nicht auf einmal zuzuführen, wodurch in der Regel erhebliche Kursveränderungen zuungunsten des Kommittenten hervorgerufen werden, sondern in kleineren Teilen nach und nach zur Ausführung zu bringen, damit wenigstens die Kurse der ersten Geschäfte für den Auftraggeber verhältnismäßig günstig liegen. Dadurch lassen sich im Durchschnitt weit vorteilhaftere Preise erzielen als dann, wenn ein großer Auftrag plötzlich und unvermutet auf dem Markt seine Ausführung sucht.

<sup>2)</sup> Lansburgh: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, S. 36. Vgl. hierzu auch die theoretischen Ausführungen im Abschnitt „Die Preise auf dem mangelhaft zentralisierten Markt“, S. 52ff.

Die Beweglichkeit der Preisbildung hat viele Vorteile für den Effektenverkehr. Die Aufträge können sofort zur Ausführung kommen und verändern den bestehenden Preis nur so weit, als nicht entsprechende Aufträge entgegengesetzter Art und die Wirkung der vorangegangenen Preise die frühere Preishöhe erhalten<sup>1)</sup>. Bei einem solchen Zustandekommen der Preise kann die Berufsspekulation an der Börse jederzeit, auch schon bei geringfügigen Abweichungen vom gerechtfertigt erscheinenden Preis, nützlich eingreifen, indem sie bei hoch erachteten Kursen oder Mangel an Verkaufwerbern mit ihrem Angebot, bei allzuniedrigen Kursen oder Fehlen von Kaufinteressenten mit ihrer Nachfrage einsetzt und dadurch für Preise sorgt, die nach der Lage des Kapitalmarktes und den durch das betreffende Effekt bedingten Umständen entsprechend erscheinen.

Außer dem schon im ersten Teil erörterten Vorteil der größeren Umsatzmöglichkeit ergibt sich noch dadurch ein weiterer Vorzug, daß derjenige, der bereit ist, zu verhältnismäßig hohen Kursen zu kaufen oder niedrigen Kursen zu verkaufen — was bei den Bestens-Käufern und Bestens-Verkäufern im höchsten Grade zutrifft —, seinen Mitbewerbern, die auf dem Markte nicht gleich tauschstark mit ihm auftreten, stets überlegen ist. Wenn dagegen bei Bildung eines Einheitskurses auf der einen Seite ausschließlich oder doch so viele Bestens-Aufträge vorhanden sind, daß sie infolge der Orders auf der Gegenseite nicht alle oder doch nicht zum größten Teil ausgeführt werden können, wird der Kurs, sofern an der Börse nicht eine Rationierung eingeführt ist, gestrichen, das heißt es kommen überhaupt keine Geschäftsabschlüsse zustande. Aber auch bei der Rationierung sind die Tauschstärkeren insofern im Nachteil, als sie ihre Tauschabsicht nicht insgesamt verwirklichen können. Von einer anderen kleinen Benachteiligung der Bestens-Aufträge bei der Bildung von Einheitskursen wird später gesprochen werden. Jedenfalls kann festgestellt werden, daß der freie Handel mit seinen Einzelkursen den Vorteil steter und größerer Umsatzmöglichkeiten, den des jeweiligen Eingreifens der Spekulation und ausnahmslos die Überlegenheit der Tauschstärkeren mit sich bringt.

Die durch die freie unmittelbare Preisbildung hervorgerufene Vielheit von Preisen hat aber insbesondere für den Bankkunden den Mangel, daß dieser nie die Gewißheit hat, ob der Kommissionär nicht auch einen besseren Preis hätte erzielen können und ob er nicht auch tatsächlich einen günstigeren erzielt hat als den, der in der Abrechnung mitgeteilt wird. Alle angedrohten Strafmaßnahmen, die darauf abzielen, den Kommissionär zur Angabe jenes Preises zu zwingen, zu dem das Geschäft an der Börse wirklich zum Abschluß gelangte — wenn es nicht über-

<sup>1)</sup> Vgl. die Ausführungen S. 56.

haupt durch Kompensation seine Erledigung fand —, haben sich im großen und ganzen als ziemlich wirkungslos erwiesen. Das ist auch eine der Ursachen, weshalb sich die deutschen und alle anderen Börsen, die dem deutschen System angehören, zum großen Teil von dem Prinzip des freien Handels, dem sogenannten Umsatzprinzip, das heißt von dem Streben nach ständigem und größtem Umsatz — ausgenommen stark gehandelte Papiere, insbesondere den Terminmarkt — abgewendet und für die Bildung fester Preise entschieden haben, die nicht unmittelbar, sondern nur mittelbar zustande kommen.

Von den tatsächlichen Kursen, die allein Preise vorstellen, da bloß zu diesen Geschäfte wirklich abgeschlossen wurden, sind die Nachfrage- und Angebotskurse, auch Geld- und Brief- (auch Papier- oder Waren-) Kurse genannt, zu unterscheiden, die nur Kauf- bzw. Verkaufsbegehren und beim freien Handel vor allem solche Kurse bedeuten, die im Markt zwar ausgerufen wurden, zu denen aber ein Geschäftsabschluß nicht zustande kam.

Nur auf den vollkommen freien Handel bleibt das unmittelbare Zustandekommen der Preise beschränkt, da bei allen anderen Handelsformen stets ein Zusammenwirken von mehr Personen als den beiden Kontrahenten stattfindet, das schon infolge Vorhandenseins des Maklers gegeben ist.

### B. Einheitskurse

Es muß von einem mittelbaren, gebundenen Zustandekommen der Preise gesprochen werden, wenn Kontrahenten oder deren Vertreter (auch Makler) mit ihren Gegenkontrahenten die Preise nicht unabhängig vereinbaren können, sondern Mittelspersonen vorhanden sind, die entweder ohne vorherige besondere Bekanntgabe des sich ergebenden Preises (wie im allgemeinen an der Wiener Börse beim Einheitskurs) oder nach fortlaufender Fühlungnahme mit den Kauf- und Verkaufinteressenten und Mitteilung der jeweiligen Preissituation (wie insbesondere beim Auktionsverfahren, aber auch bei den von Maklern ermittelten Einheitskursen, z. B. in Berlin) solche Preise festsetzen und bekanntmachen, die durch die vorliegenden Kauf- und Verkaufaufträge — oft einer Mehrheit von Kontrahenten auf beiden Seiten — begründet erscheinen.

Die weitaus wichtigste Art des mittelbaren Zustandekommens der Preise stellt die Errechnung eines Einheitspreises vor, die an den deutschen und allen Börsen dieses Systems dominiert. Es findet dabei eine Bindung nicht nur an bestimmte Personen, sondern auch an jene Erfordernisse statt, die für die Bildung eines einheitlichen Preises gegeben sind. Die Aufträge zum Kauf und Verkauf werden an einer bestimmten Stelle, bei Einheitspapieren wohl immer bei Maklern (an deutschen Börsen bei Kursmaklern, in Wien und Prag bei den Sensalen) gesammelt.

Sie können — wie im allgemeinen Teil bereits erörtert — ebenso wie andere Aufträge entweder „bestens“ oder „limitiert“ erteilt werden<sup>1)</sup>. Auf Grund dieser Aufträge werden die Kurse rechnungsmäßig ermittelt, und zwar unter Rücksichtnahme auf alle jene Erfordernisse, die im allgemeinen Teil<sup>2)</sup> näher untersucht und erörtert wurden. Es handelt sich dabei um die Ermittlung der Einheitspreise unter Beobachtung der von uns theoretisch abgeleiteten Anforderungen, die jedoch zwecks rascher Ermittlung der Einheitskurse in praktisch leicht verwertbare Formeln gebracht werden. In jenen zahlreichen Papieren, in denen auf diese Art nur ein Kurs, und zwar an großen Börsen zumeist gegen Schluß des Börsenverkehrs, ermittelt wird, gilt dieser als Preis für den betreffenden Börsentag.

Die Berechnung des Einheitskurses geschieht praktisch unter Berücksichtigung folgender Grundsätze:

1. Als Einheitskurs ist jener Kurs festzusetzen, bei dem der größte Umsatz erzielt wird.

2. Alle höher limitierten Kauf- und alle niedriger limitierten Verkaufsaufträge müssen voll ausgeführt werden.

3. Die Bestens-Aufträge müssen wenigstens annähernd voll zum Zuge kommen<sup>3)</sup>.

4. Die zum Einheitskurs limitierten Kauf- oder Verkaufsaufträge gelangen nur so weit zur Ausführung, als dies nach Befriedigung aller bestens erteilten Aufträge noch möglich ist<sup>4)</sup>.

Diese Regeln widersprechen nur in einem Punkt unseren im allgemeinen Teil gestellten Anforderungen an den Einheitspreis, und zwar darin, daß Bestens-Orders, die doch die tauschstärksten Aufträge vorstellen, ungünstiger behandelt werden können als limitierte Aufträge,

<sup>1)</sup> Auch Zirka-Limite sind anzutreffen, die nach den Gebräuchen der einzelnen Börsen eine Abweichung vom Limit im Ausmaße von  $\frac{1}{2}$  oder 1%, zuweilen auch bis 2%, zulassen.

Bei Einheitspapieren verhindern sie auch die sogenannten Ausweichkurse der Makler. Ist z. B. ein Kaufauftrag mit 50 fix limitiert worden, so kann der Makler etwa den Kurs von 50,10 festsetzen, um unseren Kaufauftrag zur Erlangung des größtmöglichen Gleichgewichtszustandes nicht berücksichtigen zu müssen. Wäre dagegen das Limit mit dem Zusatz „zirka“ erteilt worden, so hätte unser Kaufwerber bei einer Abweichungsgrenze von  $\frac{1}{2}$ % Anspruch auf Zuteilung von Ware bis zum Kurs von 50,25.

<sup>2)</sup> Hierfür kommen insbesondere die Ausführungen auf S. 32ff. u. 43ff. in Betracht.

<sup>3)</sup> Ebenso auch bei Schmidt, F.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2. Aufl., S. 76. Des weiteren siehe hierzu die Ausführungen über Rationierung auf S. 134 dieses Buches.

<sup>4)</sup> An deutschen Börsen müssen auch diese Aufträge wenigstens teilweise ausgeführt werden. Vgl. Schmidt, F.: a. a. O., S. 76 und Salings Börsenpapiere: a. a. O., S. 392.

nämlich dann, wenn sie nicht voll zur Ausführung gelangen, während Kaufaufträge, die nur wenig höher, ebenso wie Verkaufsaufträge, die nur wenig niedriger limitiert sind als der Einheitspreis, voll ausgeführt werden. Dieses Abweichen von der Regel wird damit zu rechtfertigen versucht, daß solche limitierte Kauf- oder Verkaufsaufträge bei einer nächsten Preisermittlung möglicherweise nicht mehr zum Zuge kommen könnten, während den Bestens-Aufträgen ein so unbegrenztes Maß von Tauschstärke innewohnt, daß es für sie, die ja nur zu einem geringen Teil nicht berücksichtigt werden dürfen, zumeist kein erheblicher Nachteil sein wird, wenn die Ausführung eines bescheidenen Teiles ihrer Aufträge bis zum nächsten Preisbildungstermin (zumeist den folgenden Börsentag) aufgeschoben wird.

Einheitskurse kennzeichnen — wie schon bemerkt — alle Effektenbörsen des deutschen Systems. Sie kommen an vielen Börsen wenigstens für die Mehrzahl der Papiere, an den deutschen Börsen und in Wien aber für sämtliche Effekten des offiziellen Handels in Betracht, und zwar deshalb, da auch in Papieren, in denen ein Geschäftsverkehr auf Termin und zu variablen Kursen stattfindet, außerdem — durchwegs für den Kassamarkt — Einheitskurse notiert werden, die bei solchen Wertpapieren vor allem für den Handel in geringeren Mengen als ganzen Börsenschlüssen bestimmt sind. Die Feststellung der amtlichen Einheitskurse erfolgt an deutschen Börsen durch die Kursmakler, in Wien und Prag durch die Sensale. Diese haben dabei nicht nur Aufträge, die ihnen an demselben Tag bis zu dem Zeitpunkt zukommen, für den angekündigt ist, daß sie wegen Durchführung der Kursermittlung weitere Aufträge nicht mehr annehmen, sondern auch solche zu berücksichtigen, die ihnen an den Vortagen, zumeist bis Ende des Monats gültig (Ultimoaufträge), erteilt wurden und bisher nicht ausgeführt werden konnten.

Falls in einem Effekt voraussichtlich beträchtliche Kursveränderungen gegenüber dem Vortag eintreten, sind die Kursmakler (Sensale) verpflichtet, die Börsenbesucher an einer in ihrer Maklerschranke angebrachten Tafel hiervon zu benachrichtigen. Eine zu erwartende große Kurssteigerung wird durch + + + (plus), eine voraussichtlich große Kursenkung durch — — — (minus) angezeigt<sup>1)</sup>. Dadurch werden auch Börsenbesucher, die diese Kursveränderungen nicht erwartet haben, verständigt und oft veranlaßt, entsprechende Verkauf- bzw. Kaufaufträge zu erteilen, weshalb in den meisten Fällen ein weniger starkes Ausschlagen der Kurse die Folge sein wird.

Da die Börsenbesucher vor der Ermittlung des Einheitskurses die Möglichkeit haben, entweder durch Nachfragen bei den Maklern die

<sup>1)</sup> Einzelheiten hierüber enthält Meithner: Effektingeschäfte im Wiener Börsenverkehr, S. 34f.

voraussichtlichen Kurse zu erfahren (wie in Wien) oder bei der öffentlichen Preisermittlung durch die Makler anwesend zu sein (wie namentlich an deutschen Börsen), ist dadurch den Interessenten eines jeden Papiere die Gelegenheit geboten, noch im letzten Augenblick durch Erteilung entsprechender Aufträge den Kurs zu beeinflussen. An manchen Börsen entwickelt sich bei stark umgesetzten Effekten gelegentlich einer öffentlichen Kursbildung geradezu eine Auktion. So ist es z. B. auch in Berlin und Frankfurt a. M. jedem Händler unbenommen, bei der Kursbestimmung mit Angebot oder Nachfrage regulierend einzugreifen.

Wenn aber nach den vorliegenden Aufträgen ganz erhebliche Kursveränderungen erforderlich wären, oder so starkes einseitiges Angebot bzw. so starke einseitige Nachfrage vorhanden sind, daß auch die Bestens-Aufträge nicht voll oder auch nicht annähernd voll ausgeführt werden können, ist an deutschen Börsen, um eine Streichung des Kurses zu vermeiden, die Einrichtung getroffen, daß der Börsenvorstand den Kurs selbständig festsetzt und die überwiegenden Aufträge im erforderlichen Maße (z. B. auf 40%) reduziert. Man spricht dann von einer Rationierung oder einem Repartierungsverfahren.

Auf dieselbe Art wie die Kurse der Einheitspapiere werden auch die Anfangs- und Schlußkurse der Termineffekten und der Papiere mit fortlaufenden Notierungen (auch der Kulissepapiere in Wien und Prag) berechnet.

Die bei auktionsartigen Preisvereinbarungen zustande gekommenen Kurse beruhen auf demselben Prinzip einheitlicher Preisbildung wie die besprochenen Einheitskurse. Sie entstehen aus mündlichen Verhandlungen zwischen Maklern und Börsenbesuchern über einen einheitlichen Preis, so daß auch für das Auktionsverfahren jene Erklärungen unmittelbar gelten, die im allgemeinen Teil über das Zustandekommen des Einheitspreises gegeben wurden.

Schließlich soll noch versucht werden, in kurzen Umrissen die Vorteile und Mängel aufzuzeigen, die sich durch die Bildung einheitlicher Preise für das auftragerteilende Publikum ergeben.

Vor allem muß festgestellt werden, daß das Zustandekommen eines Einheitspreises dem Publikum vor einer etwaigen Benachteiligung durch den Kommissionär Schutz gewährt. Da der Einheitspreis nach bestimmten Regeln gebildet wird, weiß jeder davon unterrichtete Auftraggeber, sobald der Einheitspreis bekannt ist, ob sein Auftrag eine Ausführung zuließ oder nicht. Nur in Grenzfällen, das heißt bei den Aufträgen, die gleich hoch mit dem ermittelten Einheitskurs limitiert wurden, und zum geringen Teil auch bei Bestens-Aufträgen, soweit ein solcher Vorgang an der betreffenden Börse überhaupt zugelassen wird, muß nicht immer volle Gewißheit herrschen, worauf bei der Kursveröffentlichung zurückzukommen sein wird. In diesem Einheitspreis



kommt das sogenannte Schutzprinzip, das den Schutz des Publikums und die Einschränkung unliebsamer Spekulation zur Richtschnur hat, am stärksten zum Ausdruck. Der Auftraggeber hat dabei die Gewähr, daß er nicht schlechter behandelt wird, als es dem Verhältnis der vorhandenen Nachfrage zum vorhandenen Angebot entspricht. Doch ist dadurch keineswegs eine Sicherung dafür vorhanden, daß er bei beweglichen Preisen nicht ebensogut oder noch besser abgeschnitten hätte. Wenn jemand z. B. Effekten limitiert mit 160 verkaufen will, so hätte er bei freiem Handel diese Papiere vielleicht zu Beginn der Börse noch absetzen können, während bei Festsetzung eines Einheitskurses infolge des Nachkommens weiterer niedriger limitierter Verkaufaufträge seine Order unausgeführt geblieben ist. Liegt in diesem Fall für den Verkäufer ein Nachteil vor, so bedeutet dieser für seinen Gegenkontrahenten, den Käufer, wohl einen Vorteil; doch können die Rollen auch anders verteilt sein. Von dem Ausdruck der jeweiligen Preislage an der Börse aber kann, sofern unter „jeweils“ kleinere Zeitabschnitte als ganze Tage verstanden werden, bei Einheitskursen nicht die Rede sein. Daher sagt auch Lansburgh<sup>1)</sup>: „... die Forderung, die man an eine Börse stellen muß und die der § 29 des deutschen Börsengesetzes tatsächlich stellt, daß als Börsenpreis derjenige Preis zu gelten hat, welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht, wird durch den Einheitskurs nicht sinngemäß erfüllt. Die während der ersten Börsenstunden herrschende Geschäftslage kommt in dem einzig notierten Tageskurse nicht zum Ausdruck.“

Von den Nachteilen des Fernbleibens einer wirtschaftlich berechtigten Spekulation vom Markte der Einheitspapiere ist schon an früherer Stelle gesprochen worden.

### C. Zur Kasuistik der Preisentstehung

Wenn in den vorhergehenden Abschnitten das verschiedenartige Zustandekommen der Preise unter Rücksichtnahme auf Gepflogenheiten an Effektenbörsen und darunter wieder vor allem auf Börsen des deutschen und des damit wesensverwandten österreichischen Systems erörtert wurde, so erübrigt sich noch die Darstellung, wie sich an den hauptsächlich in Betracht gezogenen Wertpapierbörsen die nach ihren Hauptmerkmalen soeben besprochenen verschiedenen Arten des Zustandekommens der Preise auf die einzelnen Märkte der Börse, insbesondere auf den Kassa- und Terminmarkt, verteilen und dort in Erscheinung treten. Da nun die Organisation des Verkehrs namentlich an den größeren Börsen Deutschlands, vor allem aber in Frankfurt a. M.,

<sup>1)</sup> Lansburgh: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, S. 38.

ebenso wie die dortigen Börsenusancen in der Hauptsache mit denen von Berlin übereinstimmen<sup>1)</sup>, sollen nur die Berliner und Wiener Börse näher in Betracht gezogen werden.

An der Berliner Börse sind auf dem Kassamarkt sowohl Einheits- als auch schwankende oder fortlaufende Kurse anzutreffen.

In der überwiegenden Mehrzahl der ausschließlich auf den Kassamarkt gehandelten Papiere wird bloß ein Einheitskurs notiert, weshalb solche Papiere auch Einheitspapiere genannt werden. Nur in wenig mehr als hundert Effekten des Berliner Kassamarktes finden daneben „fortlaufende Notierungen“, das heißt ein freier Handel in dem erörterten Sinne statt, bei dem die Preise ebenso unmittelbar wie auf dem Terminmarkt im Augenblick des Geschäftsabschlusses zwischen den Parteien entstehen. Aber sowohl für diese Kassapapiere mit variablen Kursen als auch für Papiere des Terminmarktes werden außerdem Einheitskurse notiert, und zwar insbesondere für Aufträge, die auf geringere Mengen als ganze Börsenschlüsse lauten.

In Einheitspapieren beginnen die Kursmakler um 1 Uhr (in Renten schon um 12 ½ Uhr) die vorläufigen Kurse festzustellen. Sie begeben sich in die ihnen zugewiesenen Schranken und setzen öffentlich, in Gegenwart der Börsenbesucher die Kurse fest. Allerdings können diese vorläufigen Notierungen — wie früher schon ausgeführt — infolge besonderer Umstände später durch das bei der endgültigen Feststellung der Kurse amtierende Mitglied des Börsenvorstandes noch eine Änderung erfahren.

Der Handel zu variablen Kursen (mit fortlaufenden Notierungen) im Kassamarkt wurde erst während des Krieges eingeführt. Das unmittelbare Zustandekommen fortlaufender Kurse ist aber nicht nur auf bestimmte Papiere (außer auf einige Anleihen verschiedener Staaten, insbesondere auf Aktien namhafter Gesellschaften), sondern auch auf bestimmte Mindestmengen beschränkt<sup>2)</sup>. Nur Geschäfte, die zwischen 12 und 2 Uhr zum Abschluß gekommen sind, gelangen zur Notierung. Der Geschäftsabschluß kann unmittelbar zwischen den Eigenhändlern, aber auch durch Kursmakler und freie Makler erfolgen. Infolge der Gleichheit der Preisbildung mit jener der Terminpapiere stellt der Handel zu schwankenden Kursen auf dem Kassamarkt eine Nachahmung und einen — vor allem wegen der kurzen für Gegengeschäfte verfügbaren Zeit — nur unvollkommenen Ersatz für den Terminhandel dar.

Der Terminmarkt, der an der Berliner Börse am 29. Juli 1914 aufgehoben und erst wieder Mitte 1925 zu neuem Leben erweckt wurde,

<sup>1)</sup> Nur die Hamburger Börse weist größere Unterschiede auf.

<sup>2)</sup> Der Handel zu fortlaufenden Kursen gründet sich auf die durch den Börsenvorstand am 1. Dezember 1917 erfolgte Neuregelung des Verkehrs. Schon vor dem Kriege fand ein solcher Handel in Kassapapieren statt, jedoch nur gelegentlich im „freien Verkehr“.

konzentriert sich auf bestimmte Plätze an der Börse und um bestimmte Vermittler, außer Kursmakler auch um freie Makler (Privatmakler). Die Preisangaben für das amtliche Kursblatt erfolgen durch die Kursmakler, die den durch sie vermittelten Geschäften in der Regel den Vorzug geben, wenngleich sie in beschränktem Maße auch auf andere Geschäfte (z. B. der freien Makler) Rücksicht nehmen.

Termingeschäfte können in Berlin ebenso wie an anderen deutschen Börsen nur mehr per Ultimo geschlossen werden. Aufträge an die Makler ohne Angabe für den Abschluß zu einem bestimmten Kurs (z. B. letzte Notiz) gelten für die ganze Börsenzeit von 12 bis 2 Uhr, doch können sie auch nur zum Anfangs- oder für den Schlußkurs erteilt werden<sup>1)</sup>.

Die ersten oder Anfangskurse, die sofort nach Beginn des offiziellen Börsenverkehrs um 12 Uhr zustande kommen, werden von den Kursmaklern ebenso rechnungsmäßig nach Prinzip der Einheitskurse im Kassageschäft festgesetzt wie die letzten oder Schlußkurse, auch letzte Notiz genannt. Alle anderen Kurse dagegen resultieren aus Geschäftsabschlüssen auf dem offenen Markt, aus den zwischen Händlern oder auch Maklern freihändig abgeschlossenen Geschäften.

Von den Aufträgen zum Schlußkurs sind Orders zum Börsenschluß oder zum Schluß zu unterscheiden, die vor Börsenschluß, das heißt bis zur Räumung der Börsensäle, ferner Aufträge mit dem Beisatz „Nachbörse“, die nach dem ersten Glockenzeichen zur Räumung der Börsensäle zur Ausführung kommen sollen.

Über den freien Verkehr, das heißt den Handel in amtlich nicht notierten Aktien, der schon früher erörtert wurde, ist an dieser Stelle nur zu bemerken, daß hier die Preise ausschließlich im freien Handel auf dem offenen Markte zustande kommen.

In Wien gibt es derzeit keinen eigentlichen Terminhandel, wenn nicht die Arrangementgeschäfte als verhältnismäßig kurzfristige Termingeschäfte angesehen werden.

Den Bedingungen für den Handel an der Wiener Börse zufolge ist insbesondere zwischen Geschäften „per Kassa“ und Arrangementgeschäften (Wochen-Arrangementgeschäften) zu unterscheiden. Auch wegen der verschiedenen Art und Zeit der Geschäftsabwicklung wird in Wien der Kassamarkt von dem Markt für Papiere, die per Arrangement gehandelt werden, auseinandergehalten. Daneben sind zwar den „Bedingungen“ gemäß noch „Geschäfte auf einige Tage Lieferung“ und Zeitgeschäfte („Geschäfte auf feste Termine“), bei deren Abschluß von den Kontrahenten ein besonderer Fälligkeitstermin vereinbart wird, vorgesehen. Da solche Geschäfte aber nur ausnahmsweise abgeschlossen

<sup>1)</sup> Gleiches gilt auch für die fortlaufend notierten Papiere.

werden und für sie weder ein eigener Markt besteht noch eine Notierung stattfindet, können sie aus unseren Betrachtungen ausscheiden.

Die Geschäfte per Kassa sind durchwegs den beideten Sensalen zur Geschäftsvermittlung zugewiesen. Mit Rücksicht auf die Tatsache, daß diese Makler sich vorzugsweise im Schranken aufhalten, wo auch ihre Pulte aufgestellt sind, werden die durch sie vermittelten Geschäfte Schrankengeschäfte und die Papiere, die ihnen ausschließlich zur Geschäftsvermittlung zugeteilt sind, das heißt nicht auch in der Kulissee gehandelt werden, Schrankenpapiere genannt. Im Gegensatz dazu bezeichnet man die frei gehandelten Effekten als Kulissee-papiere. Durch die Zuteilung der Kassageschäfte an die Sensale ist aber nicht gesagt, daß solche Geschäfte nicht auch direkt zwischen den Kontrahenten abgeschlossen werden dürfen. Es ist damit nur der Nachteil verbunden, daß der zustande gekommene Kurs nicht im Kursblatt erscheint. Solche vereinzelt getätigte Abschlüsse brauchen aber von uns nicht weiter beachtet zu werden.

Der Markt für Geschäfte per Kassa an der Wiener Börse umfaßt:

1. Alle Geschäfte in Papieren, die nicht in das Arrangement einbezogen sind,

2. auch Geschäfte in Arrangementpapieren, soweit sie entweder ausdrücklich per Kassa aufgegeben wurden oder auf einzelne Stücke (Teilschlüsse) lauten<sup>1)</sup>.

Für alle Geschäfte per Kassa werden an der Wiener Börse ohne Ansehung des Papieres durchwegs Einheitskurse notiert. Die Sensale nehmen bis zu dem Zeitpunkt, für den der Schluß der Orderannahme angekündigt ist — soweit es ihnen noch möglich ist, auch später —, Aufträge entgegen. Wenn auch in Wien Kursüberwachungen durch die Auftraggeber möglich sind, wickelt sich hier die Festsetzung der Einheitskurse keineswegs auktionenartig, sondern nach außen hin in mehr unpersönlicher Form, auf Grund der vorliegenden Aufträge zwischen den Sensalen der betreffenden Gruppe — man kann sagen — rein rechnungsmäßig ab.

Die Voraussetzung für den Abschluß von Arrangementgeschäften ist die Einbeziehung des in Frage kommenden Effekts in das Wochenarrangement, das ist in das Liquidationsverfahren der Wiener Börse. Derzeit gehören dem Arrangement an: alle Aktien, sämtliche in der Abteilung I des amtlichen Kursblattes notierten Schuldverschreibungen der Republik Österreich, die österreichischen und ungarischen Vorkriegsrenten, 17 andere Obligationen und die österreichischen Baulose.

<sup>1)</sup> Wenn in einem Effekt sowohl ein Handel per Kassa als per Arrangement stattfindet, so gelten in Ermanglung anderer Erklärungen Aufträge in ganzen Schlüssen als per Arrangement, in geringeren Mengen dagegen als per Kassa gegeben.

Auch diese Papiere werden zum größten Teil im Schranken umgesetzt. Nur rund 40 Papiere, und zwar die meistgehandelten, sind dem Kulisseverkehr zugewiesen.

In den im Schranken gehandelten Arrangementpapieren herrscht gleichfalls der durch Sensale errechnete Einheitskurs vor. Bloß in etwa 70 Papieren findet ein „fließender Schrankenhandel“ statt, das heißt es wird von den Sensalen — entsprechend dem Kulisseverkehr — zu Beginn der Börse bei Vorliegen von Aufträgen ein Anfangskurs und am Ende der Börsenzeit ein Schlußkurs rechnungsmäßig (gleichfalls nach dem Prinzip der Einheitskurse) ermittelt. Auch in der Zwischenzeit werden — aber stets durch Vermittlung der Sensale — bei Vorhandensein von Kauf- und Verkaufsaufträgen nach Möglichkeit Geschäfte zur Ausführung gebracht, von denen ein jedes zu einem anderen Kurs abgeschlossen sein kann. Es gibt daher auch im fließenden Schrankenhandel unter der Voraussetzung eines entsprechenden Geschäftsverkehrs fortlaufende Kurse.

Während die Geschäfte per Arrangement in Schrankenpapieren gleichfalls an die Vermittlung der Sensale gebunden sind (falls eine Berücksichtigung des Kurses im amtlichen Kursblatt gewünscht wird), bedarf es bei Kulissepapieren nicht notwendigerweise eines Vermittlers; es herrscht der freie Handel und variable Kurs. Nur Anfangs- und Schlußkurse werden in jeder Kulisse durch Vertrauensmänner, die sogenannten Kulissiers (Chefkulissiers), rechnungsmäßig auf die gleiche Art ermittelt wie Einheitskurse im Schranken durch Sensale. Dazwischen wird vollkommen zwanglos, frei gehandelt. Doch ist es nicht üblich, daß Banken, insbesondere Mittel- und Großbanken, durch ihre Beamten (Börsendisponenten) in der Kulisse Geschäfte abschließen. Sie bedienen sich hierfür zum Teil zahlreicher Agenten und Agenturfirmen. Jede Kulisse, das heißt der Handel in jedem Kulissepapier, ist der Aufsicht eines Sensals unterstellt<sup>1)</sup>.

Zur besseren Übersicht über die Teilmärkte und verschiedenen Arten der Kursbildung an der Wiener Börse möge folgende Zusammenstellung dienen (siehe S. 140).

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß hinsichtlich der Preisentstehung zwischen Berlin und Wien in der Hauptsache ziemlich vollkommene Übereinstimmung herrscht. Trifft dies in besonderem Maße bei der Bildung der Einheitskurse zu, so besteht zwischen dem Wiener Kulisseverkehr und dem Terminhandel bzw. Handel zu variablen Kursen in Berlin nur insofern ein Unterschied, daß hier die Kursmakler regelmäßig solche Geschäfte vermitteln und auch die ersten

---

<sup>1)</sup> Über weitere Einzelheiten unterrichtet Meithner: Abschluß und Abwicklung der Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr.

und Schlußkurse feststellen, während in Wien hierzu vertrauenswürdige Börsenhändler verwendet werden und dem Sensal über die Kulisse nur eine gewisse Aufsicht übertragen ist. Doch sind die Sensale auch berechtigt, Geschäfte in der Kulisse zur Ausführung zu bringen, wenngleich solche Fälle verhältnismäßig selten sind.

Auch im freien Verkehr der Wiener Börse, in der sogenannten Exotenkulisse, besteht ebenso wie in Berlin nur ein ungezwungener freier Handel.

	Geschäfte per Kassa		Geschäfte per Arrangement	
Der Geschäftsabschluß kann geschehen:	1. in Papieren, die nicht in das Arrangement einbezogen sind	2. in Arrangementpapieren, wenn die Aufträge ausdrücklich per Kassa oder auf Teilschlüsse gegeben wurden	nur in Effekten, die in das Arrangement einbezogen sind	
Die Kursbildung erfolgt:	im Schranken		im Schranken	in der Kulisse
Vermittlung:	durch Sensale		durch Sensale	Vermittlung nicht erforderlich
Art der Kursbildung:	Einheitskurs		1. Einheitskurs	2. Anfangs- und Schlußkurse, dazwischen fließender Handel 3. Anfangs- und Schlußkurse, dazwischen freier fließender Handel

### 3. Die Kursfeststellung

#### A. Die Ermittlung der Kurse

Die Ermittlung der Kurse, das heißt das Ausfindigmachen der während des Börsenverkehrs vorgekommenen Preise, das von dem Zustandekommen der Preise zu scheiden ist, kann auf verschiedene Art geschehen. So sind zu diesem Zweck in New York die Börsenbesucher verpflichtet, alle Geschäftsabschlüsse mit Menge und Preis einem Börsenbeamten anzuzeigen, der sie in Listen verzeichnet und durch die sogenannten Tickers auch außerhalb der Börse bekanntmacht. Ebenso haben an der Züricher Effektenbörse die Mitglieder des Effektenbörsenvereins

alle während der offiziellen Börsenzeit abgeschlossenen Geschäfte sowie die Geld- und Briefkurse dem Börsenschreiber sofort aufzugeben.

In London können Interessenten die von ihnen erzielten Preise einem Komitee mitteilen und in Hamburg Börsenbesucher jene Preise, zu denen sie Geschäfte abgeschlossen oder in denen sie zu handeln versucht haben, durch Einwerfen eines Zettels in den Kurskasten anmelden. An den übrigen Effektenbörsen Deutschlands und jenen der österreichischen Nachfolgestaaten bedient man sich zur Ermittlung der Kurse beideter Makler.

Sowohl das deutsche als auch das österreichische Börsengesetz übertragen die Feststellung oder (wie das österreichische Gesetz sagt) die Ausmittlung der Kurse der Börsenleitung.

Von dieser Bestimmung läßt das deutsche Gesetz (§ 29) wohl Abweichungen zu, indem es festsetzt, daß die Börsenordnung auch die Mitwirkung von Vertretern anderer Berufszweige vorschreiben kann. So erfolgt z. B. in Frankfurt a. M. die Kursfeststellung durch die Maklerkammer. Die gemäß § 30 des deutschen Börsengesetzes bestellten Kursmakler sind — solange sie ihre Tätigkeit in dieser Stellung ausüben — verpflichtet, Börsengeschäfte zu vermitteln und bei der amtlichen Kursfestsetzung mitzuwirken.

Das österreichische Börsengesetz (§ 8) ordnet an, daß die amtliche Ausmittlung der Kurse von Mitgliedern der Börsenleitung unter Aufsicht des Börsenkommissärs nach Schluß der Börse auf Grund der von den Handelsmaklern während der Börse abgeschlossenen Geschäfte und den den Maklern in Ausübung ihres Amtes bekanntgewordenen Daten zu geschehen hat.

Je nach der Art des Zustandekommens der Preise bereitet deren Ermittlung an den in Betracht gezogenen Börsen verschieden große Schwierigkeiten. Am einfachsten liegen die Verhältnisse gewiß in Papieren, in denen nur ein Einheitskurs gebildet wird, schwieriger dagegen bei Effekten, die fließend gehandelt werden, wie beim Termingeschäft, beim Handel zu fortlaufenden Kursen in Deutschland oder beim Kulisseverkehr in Wien und Prag. Dabei erstreckt sich die Tätigkeit des Kursmaklers an deutschen Börsen darauf, Kurse, zu denen er entweder selbst vermittelt hat oder die ihm bekanntgeworden sind, vorzumerken und bei der Kursfeststellung dem Börsenvorstand bekanntzugeben. Doch nicht alle einzelnen Kurse bilden dabei in gleichem Maße den Gegenstand seines Interesses, sondern vor allem die sogenannten Schwankungskurse, das heißt diejenigen, die auf dem offenen Markt die höchsten und niedrigsten Punkte der Preiswellen (Kurskurven) anzeigen. Daneben sind für ihn jene stets durch ihn selbst ermittelten Kurse von Bedeutung, für die eine besondere Notiz (erster Kurs, Schlußkurs) stattfindet. Dem Sensal der Wiener Börse werden diese Daten, soweit sie für die Bekannt-

machungen in Frage kommen, von dem (ersten) Kulissier jeder Kulisse mitgeteilt.

Für den internen Gebrauch an der Börse erfolgt eine Anzeige der in Betracht kommenden Kurse (Anfangskurs, Schwankungskurse, Schlußkurs, Einheitskurs) für die Börsenbesucher auf bestimmten Tafeln (Maklertafeln, Tafeln in der Kulisse der Wiener Börse).

Neuestens bedient man sich zu solchen Mitteilungen in Berlin besonderer zu diesem Zweck geschaffener, von den Schranken aus zu bedienender Lichtanlagen (Lichtkurse) an den Wänden, und zwar vorläufig nur für Terminwerte und einige Papiere mit fortlaufender Notierung<sup>1)</sup>. Da die Lichtkurse mittels besonderer technischer Einrichtungen auch an Interessenten außerhalb der Börse weitergegeben werden können, sind sie gleichzeitig ein Mittel der Kursveröffentlichung.

### B. Die Kursveröffentlichung

Die Veröffentlichung der Kurse ist für alle an der Börse interessierten Personenkreise von besonderer Bedeutung. Sie stellt für die Börsenbesucher, die schon an der Börse selbst, zum großen Teil aber endgültig erst durch das Kursblatt unterrichtet werden, nicht nur ein Benachrichtigungs- sondern auch ein Kontrollmittel vor über Ausführung bzw. Ausführungsmöglichkeit ihrer Aufträge durch Makler und ihre eigenen Angestellten, insbesondere soweit es sich um Einheitspapiere oder um Geschäfte zu einem besonders notierten Kurs (Anfangs- oder Schlußkurs) handelt. Nur in wenigen Grenzfällen können auch hier sodann noch Zweifel bestehen.

Für das Börsenaufträge erteilende Publikum bietet die mittels der amtlichen Kursblätter der einzelnen Börsen erfolgende authentische Preisveröffentlichung die Gelegenheit, ihre Beauftragten, vor allem die Banken, hinsichtlich der Richtigkeit oder wenigstens Angemessenheit der berechneten Kurse zu kontrollieren und die Preisentwicklung im allgemeinen zu verfolgen. Doch erwarten diese Auftraggeber vom Kurszettel auch darüber hinaus bis zu einem gewissen Grad eine Benachrichtigung über die Geschäftslage in den einzelnen Papieren.

Die Kommissionäre wieder erhalten durch das Kursblatt einen Behelf zur Ausweiseleistung gegenüber ihren Kommittenten, und zwar außer über die Möglichkeit bzw. Zulässigkeit der Ausführung der erteilten Aufträge noch über die Angemessenheit der von ihnen berechneten Kurse. Allerdings kann dies nur unter der Voraussetzung geschehen,

---

<sup>1)</sup> Die Lichtkurse werden in drei Kolonnen angegeben, und zwar in der ersten Kolonne der erste Kurs, in der zweiten sodann der laufende, das heißt der jeweils zuletzt vorgefallene Kurs, und in der dritten, nachdem am Ende der offiziellen Börsenzeit der Kurs in der zweiten Kolonne verlöscht ist, der Schlußkurs.



daß der Kurszettel, wenn nicht zu einem bestimmten, besonders verzeichneten Kurs abgerechnet werden muß — wie dies für Geschäfte in Einheitspapieren und zu Anfangs- oder Schlußkursen zutrifft —, wenigstens den höchsten und niedrigsten Kurs in jedem fließend gehandelten Effekt bekanntgibt<sup>1)</sup>. In solchen Fällen wird wohl der Kommissionär zumeist nur nachweisen müssen, daß der Kurs, der für die Abrechnung verwendet wurde, innerhalb der durch den höchsten und niedrigsten Kurs des Tages oder auch eines engeren Zeitraumes gezogenen Grenzen liegt. Daher wird hier zumeist die Möglichkeit für einen Kursschnitt gegeben sein.

Nach Voranstellung dieser Bemerkungen soll nunmehr auf die Arten der Veröffentlichung der vorgefallenen Kurse und Hinweise auf die Marktlage eingegangen werden.

Wenn bei der Bildung eines Einheitskurses alle oder doch nahezu alle Auftraggeber, die zu diesem Kurse nach ihren Aufträgen Ausführung erwarten können, befriedigt werden, so erfolgt an deutschen Börsen die Notierung mit dem Zusatz *bz* oder *b* (bezahlt), während in Wien bloß der Kurs in die in Betracht kommende Spalte (Kurskolonne) des Kursblattes eingesetzt wird.

Aber nicht nur diese Preisangaben sind anzutreffen, sondern auch Hinweise darauf, daß Reste bei den einzelnen Kursen unausgeführt bleiben mußten. Weiter wird auch mitgeteilt, daß Angebot oder Nachfrage oder auch beide, aber mit einer den Geschäftsabschluß nicht zulassenden Spannung, vorgelegen waren, weshalb ein wirklicher „Preis“ nicht zustande kommen konnte.

Wenn daher zu Einheitskursen nicht alle Aufträge, die der Höhe des Kurses zufolge eine Erfüllung erwarten lassen, zur Ausführung gelangt sind, hat das Kursblatt entsprechende Hinweise auf eine solche Marktlage zu enthalten. Kommen Kaufaufträge, die in der Höhe des festgesetzten Preises limitiert sind, nur teilweise, und zwar entsprechend der Berliner Usance mindestens zur Hälfte, zur Ausführung, so wird an deutschen Börsen dem Kurse die Bezeichnung *bz G* (bezahlt und Geld) beigefügt, das heißt, daß zu diesem tatsächlich vorgefallenen (bezahlten) Kurs nicht alle Kaufinteressenten zum Zuge kommen konnten,

<sup>1)</sup> Aufträge, deren Limit sich gerade mit dem höchsten oder niedrigsten Kurs deckt, werden jedoch nicht unbedingt oder wenigstens nicht voll ausgeführt sein müssen, da zu diesen äußersten Kursen vielleicht nur ein einziger Geschäftsabschluß über nicht sehr große Mengen (etwa nur in einem Schluß) zustande gekommen sein kann, während zu diesem Limit viele große Aufträge vorliegen. Doch haben Kaufaufträge zu und über den später noch erklärten Waren-(Brief-)Kursen ebenso wie Verkaufaufträge zu und unter Geldkursen Anspruch auf volle Ausführung.

Ausführliche Darstellungen bei Schmidt, F.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2. Aufl., S. 106ff.

oder mit anderen Worten, daß Geldangebot (Nachfrage) unausgeführt zurückblieb. Wenn dagegen in der Höhe des Kurses limitierte Verkaufsaufträge nicht zur Gänze, aber mindestens zur Hälfte untergebracht wurden, erfolgt die Angabe des Einheitspreises mit dem Zusatz *bz B* (bezahlt und Brief), wodurch zum Ausdruck gelangt, daß Verkaufsinteressenten nicht vollständig befriedigt werden konnten, oder, wie man an der Börse zuweilen sagt, daß zu diesem Kurs noch Brief oder Ware übrig blieb.

Falls von den Kauf- oder Verkaufsaufträgen, die zu dem notierten Kurse limitiert sind, nur ein kleinerer Teil ausgeführt werden kann, ist in Deutschland der Zusatz *et* (etwas) üblich. Die Notiz lautet daher z. B. *112 et bz G* oder *85 et bz B*<sup>1)</sup>.

In dem amtlichen Kursblatt der Wiener Börse wird in solchen Fällen der Einheitspreis ohne jeden Zusatz in der Kurskolonne (der eigentlichen Preiskolonne) und außerdem in einer besonderen mit „Geld oder Ware“ überschriebenen Rubrik derselbe Kurs mit dem Zusatz *G* (Geld) bzw. *W* (Ware) notiert (ohne Rücksicht auf die Größe der Zuteilung). Im Wiener Kurszettel sind daher besondere Kolonnen für die tatsächlich zustande gekommenen Kurse (Einheitskurse, Anfangs-, tiefste, höchste und Schlußkurse) und das — gleichgültig, ob nach oder ohne Zustandekommen eines Kurses — verbleibende Angebot oder die verbleibende Nachfrage vorhanden.

Ist in einem bestimmten Effekt nur ein limitierter Kaufauftrag und kein Angebot vorhanden, weshalb ein Kaufabschluß nicht erzielt werden konnte, so wird in Berlin dieses Limit als Nachfragekurs bloß mit dem Zusatz *G* in der allgemeinen Kurskolonne notiert, während in Wien in der eigentlichen, nur für abgeschlossene Geschäfte bestimmten Kursrubrik der Kurs gestrichen und das Kauflimit mit dem Beisatz *G* in der Kolonne „Geld oder Ware“ eingestellt wird. Liegt in einem Papier nur ein limitiertes Verkaufangebot ohne Nachfrage vor, so erfolgt die Notiz in der gleichen Weise, und zwar dadurch, daß dem Kurs in Berlin *B* und in Wien *W* beigefügt wird. Wenn sich mehrere gleichartige, limitierte Aufträge vorfinden, dann wird der tauschfähigste, das ist der höchstlimitierte Kauf- oder der niedrigstlimitierte Verkaufsauftrag, ins Kursblatt aufgenommen<sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Von dieser Art der Abkürzung gibt es an einzelnen deutschen Börsen Abweichungen, namentlich in München, und zwar: *g* = Geld, *p* = Papier (Brief), *eb* = etwas bezahlt, *eg* = etwas bezahlt und Geld, *ep* = etwas bezahlt und Papier, *bg* = bezahlt und Geld, *bp* = bezahlt und Papier.

<sup>2)</sup> Über die Berichterstattung durch das amtliche Kursblatt der Wiener Börse, dessen Kolonnenanordnung zwar in den letzten Jahren geändert wurde, unterrichtet Meithner: *Effektengeschäfte im Wiener Börsenverkehr*, S. 39ff.

Es können aber in einem Effekt gleichzeitig sowohl limitierte Kauf- als auch limitierte Verkaufaufträge vorkommen, die keine Ausführung zulassen, da die letzteren mit einem höheren Kurs begrenzt sind. In solchen Fällen wird in Wien entweder der tauschfähigste Auftrag der überwiegenden Seite, oder es werden auch die beiden am tauschfähigsten einander gegenüberstehenden Aufträge notiert. An deutschen Börsen beschränkt man sich nur auf eine Angabe, wobei dem Geldkurs für die Veröffentlichung der Vorrang eingeräumt wird, da er für den Effektenbesitzer der wichtigere ist, indem er diesem anzeigt, zu welchem Kurs er Käufer finden kann<sup>1)</sup>.

Falls in einem Papier Bestens-Aufträge ohne Gegenorder vorliegen, wird sowohl in Berlin als auch in Wien der Kurs gestrichen und in Berlin daneben bloß *G*, bei Bestens-Angebot ohne Nachfrage bloß *B* notiert. In Wien wird in die Kolonne „Geld oder Ware“ *G* bzw. *W* eingesetzt.

Anzeigen über das verbleibende Angebot und die verbleibende Nachfrage sind auch deshalb von Bedeutung, da solche Aufträge — wenn sie ernst gemeint sind — zumeist am nächsten Tag ihre Erfüllung anstreben werden. Allerdings werden Börsenbesucher, wenn es sich um deren eigene Aufträge handelt und die Lage am nächsten Börsentag eine andere ist, oft auch andere Verfügungen treffen.

Wenn in einem Papier ein fließender Handel stattfindet und mehrere Einzelkurse zustandegekommen, sind — sofern nicht alle Kurse bekanntgemacht werden — verschiedene Formen der Preisveröffentlichung möglich, die sich untereinander durch ihre Zweckmäßigkeit unterscheiden.

Die kürzeste, aber ungenaueste Art der Veröffentlichung der Preislage ist durch die Bekanntgabe von Durchschnittskursen gegeben. Diese können wohl nicht den Anforderungen entsprechen, die Publikum und redliche Kommissionäre an die Genauigkeit des Kursblattes einer Effektenbörse stellen. Denn solche Preise werden von tatsächlich vorgefallenen oft wesentlich abweichen und eignen sich daher nur zur Verfolgung der allgemeinen, durchschnittlichen Börsenlage, etwa für Zwecke einer Statistik. Wenn sie arithmetisch genaue Mittelkurse sein sollen, müssen sie unter Berücksichtigung der Umsätze berechnet werden. Da aber die Umsätze an den meisten Börsen (insbesondere in Deutschland) nicht bekannt sind, können sie zumeist nur das Mittel zwischen höchstem und niedrigstem Kurs, etwa auch zwischen Anfangs- und Schlußkurs, oder das Mittel aus allen bekanntgewordenen Einzelkursen vorstellen, ohne Rücksichtnahme auf den Umsatz.

Eine ebenfalls sehr wenig umfangreiche, schon mehr Einblick gewährende Kursveröffentlichung bildet die Mitteilung der Höchst- und Niedrigskurse, das heißt der höchsten und niedrigsten des Tages.

<sup>1)</sup> Vgl. Schmidt, F.: a. a. O., S. 72.

Die Anfangs- und Schlußkurse zeigen die Marktlage nur für bestimmte Zeitpunkte an.

Eine Vereinigung der beiden letzten Arten, des Anfangs- und Schlußkurses mit dem höchsten und niedrigsten des Börsentages, stellen die sogenannten Grenzkurse (wie sie im Kursblatt der Wiener Börse veröffentlicht werden) dar, die sowohl zeitlich als auch ziffermäßig die äußersten Grenzpreise anzeigen. Ihre Angabe kann auch in der zeitlichen Reihenfolge des Vorkommens geschehen.

Eine noch vollkommener Darstellung bietet das Verfahren der deutschen Börsen, wo Anfangs- und Schlußkurse und die in der Zwischenzeit vorgekommenen Schwankungskurse veröffentlicht werden, das heißt jene Kurse, die die Grenzen der Schwankungen, aber nicht die dazwischen liegenden Abschlüsse anzeigen. Nehmen wir an, es seien zu folgenden Preisen Geschäfte zustande gekommen: 223, 224, 223, 221, 222, 223  $\frac{1}{2}$ , 224  $\frac{1}{2}$ , 224. Das Kursblatt wird sodann folgende Kurse veröffentlichen: 223, 224, 221, 224  $\frac{1}{2}$ , 224.

Die ausführlichste Form der Bekanntmachung besteht in der Veröffentlichung aller Einzelkurse, wie sie z. B. in London und New York erfolgt. Allerdings stößt die lückenlose Feststellung aller Kurse auf Schwierigkeiten. Auch können die Kursrubriken des Kursblattes dadurch sehr umfangreich werden.

Trotz der genauesten Angaben im Kursblatt, etwa auch aller Einzelpreise, besteht bei Papieren, in denen mehrere Kurse notiert werden, für den Vermittler im allgemeinen die Möglichkeit eines Kursschnittes, soweit sich nicht etwa bloß ein notierter Grenzkurs für die Durchführung eignet. Dem Kommissionär wird hierzu durch das Selbsteintrittsrecht die Handhabe geboten; doch kann sich der Bankkunde davor schützen, wenn er den Auftrag zu einem besonders notierten Kurs (Anfangs- oder Schlußkurs) erteilt. Ein Vorteil muß ihm daraus keineswegs immer erwachsen, denn dieser Kurs kann gerade für ihn der ungünstigste sein.

Die Tendenzen der Preisentwicklung der einzelnen Tage sind nach den verschiedenen Arten der Preisveröffentlichung mit ungleicher Genauigkeit zu erkennen. Ungeeignet sind Mittelkurse. Anfangs- und Schlußkurse zeigen, da sie nur die Preislage am Beginn und Schluß des Börsenverkehrs bekanntgeben, nicht die oft darüber hinausgehenden Schwankungen an. Höchst- und Niedrigstpreise genügen in dieser Hinsicht im allgemeinen den dringendsten Anforderungen des Publikums, jedenfalls aber noch besser in Verbindung mit Anfangs- und Schlußkursen. Ein genaueres Bild geben gewiß die Schwankungskurse, die in der Hauptsache denselben Zweck erfüllen wie die ausführlichste Darstellung, die Bekanntgabe aller Einzelkurse<sup>1)</sup>.

<sup>1)</sup> Außer den Angaben der Börsenpreise und verbleibenden Preisgebote jenes Tages, für den die Berichterstattung geschieht, enthalten die Kurs-

An vielen, wenigstens an den größeren Börsen werden außer dem für jeden Börsentag erscheinenden Kursblatt in regelmäßigen Zeitabschnitten, und zwar monatlich, halbjährlich oder auch jährlich zu Zwecken der Statistik Zusammenstellungen der Börsenkurse veröffentlicht. Finanz- und Tageszeitungen geben gleichfalls mehr oder minder vollständige Übersichten dieser Art heraus.

In den deutschen amtlichen Kursblättern findet man aber ebenso wenig wie in Wien eine Bekanntgabe der Umsätze durchgeführter Geschäfte. Auch im nachhinein werden die Umsatzziffern nicht veröffentlicht. Dagegen besteht an einzelnen anderen Börsen eine Umsatzstatistik. So werden in New York Angaben über die Zahl der in jedem Effekt gehandelten Stücke ins Kursblatt aufgenommen und außerdem wöchentlich die Umsätze nach Aktien und Obligationen getrennt bekanntgemacht. Aber auch an der Mailänder und Stockholmer Börse führt man eine ziemlich genaue Umsatzstatistik, und zwar an dieser für jeden Monat, an jener für jeden Börsentag. Bereitet auch insbesondere die Ermittlung der im fließenden Handel getätigten Umsätze Schwierigkeiten, so können solche Geschäfte dort, wo man sich zwecks Abwicklung eines Liquidationsverfahrens bedient, nach den Aufgaben (Skontrobogen) leicht erfaßt werden.

In manchen Ländern, namentlich auch in Deutschland, kann ein gewisser Überblick über die Börsenumsätze mit Hilfe der Börsenumsatzsteuer gewonnen werden, wenngleich nur in außerordentlich unvollkommener Weise, insbesondere mit Rücksicht darauf, daß die Steuererträge für die einzelnen, verschieden hoch besteuerten Effektkategorien sowie für das Kunden- und Händlergeschäft nicht getrennt ausgewiesen werden<sup>1)</sup>.

blätter der Börsen zu Vergleichszwecken noch Mitteilungen über die Preise des letztvorangegangenen Börsentages oder auch in deren Ermanglung — wie derzeit in Wien — die Bekanntgabe der letzten Notierung mit der Angabe des Notierungstages. Abgesehen von allen für die Bezeichnung des Papieres notwendigen Daten (wie Zinsfuß, Kupon-Fälligkeitstage), erfolgen in den Kursblättern noch andere Anzeigen über die einzelnen Papiere: so z. B. bei Obligationen über Fälligkeitstermine, Kündbarkeit, Verlosung, bei Aktien über das Nominale der Einzelstücke, Stückelung, Dividenden der letzten Jahre, den Tag, von dem angefangen der Handel ohne den zuletzt fällig gewesenenen Kupon erfolgte, oder an dem die letzte Kuponeinlösung stattfand, ferner jenen Tag, an dem das Geschäftsjahr beginnt, in Wien bei allen Effekten auch über die Schlußseinheit und die Nummer der Sensalengruppe, bei der das Papier gehandelt wird, bzw. die Kennzeichnung als Kulissepapier. Bei Aktien findet man außerdem in den Kursblättern der einzelnen Börsen über die lieferbaren Stücknummern entweder durchwegs oder wenigstens dann besondere Mitteilungen, wenn von einem Effekt nicht alle, sondern nur Stücke mit bestimmten Nummern lieferbar sind.

<sup>1)</sup> Mellerowicz: Zur Frage der Verbesserung der Börsenstatistik. Bankwissenschaft, 4. Jahrg., H. 8.

#### 4. Die Auswirkung der Börsentechnik auf den Preis

Es wird wohl am Ende dieser Darstellungen keines weiteren Beweises mehr bedürfen, daß die Börsentechnik vor allem durch die Art und den Grad der Zusammenfassung, die vollkommene oder mangelhafte Konzentration von Angebot und Nachfrage auf die Höhe und die Tendenz der Einheitlichkeit des Preises einwirkt. Welche Bedeutung diesem Umstand aber zukommt, wurde schon im allgemeinen Teil (S. 30 ff.) erörtert. In der Folge sollen diese Erscheinungen daher bloß unter besonderer Berücksichtigung der verschiedenartigen Börsentechnik noch eine kurze, zusammenfassende Erörterung erfahren, und es soll außerdem nur zu zeigen versucht werden, wie die Handelsformen die Preishöhe beeinflussen.

Nach den früheren Ausführungen ist für das In-Erscheinung-Treten des Preises von namhafter Bedeutung, ob man die Kauf- und Verkäufer ohne jede Ordnung hinsichtlich des Gegenstandes ihres Interesses einzeln miteinander in Fühlung treten läßt wie auf einem ungeordneten Markt, ob — wie an Effektenbörsen — den Interessenten für gleiche Waren oder mit anderen Worten dem Handel in einem bestimmten Börsenwert neben gleichzeitigem Bestehen von Teilkonzentrationen bei manchen Personen (insbesondere Vermittlern) auch ein bestimmter, enger begrenzter lokaler Markt für den Geschäftsverkehr zugewiesen wird, oder ob schließlich eine vollständige Zusammenfassung des ganzen Angebotes und der gesamten Nachfrage in einem Effekt bei bestimmten Personen, den Maklern, und zu bestimmten Zeiten stattfindet. Nur in dem letzten Falle wird man mit Sicherheit zu einem wenigstens für den betreffenden Zeitpunkt oder Börsentag einheitlichen Preis gelangen, während bei den anderen Arten mehr oder weniger abweichende Einzelpreise entstehen werden oder doch entstehen können.

Aber auch bei Betrachtung der Abstufungen der aufeinanderfolgenden Preise zeigen sich unter den an Börsen gegebenen Voraussetzungen zwischen dem einheitlichen Tagespreis und den fließenden Einzelpreisen deutliche Unterschiede. Bei kontinuierlicher Bildung von Einzelpreisen wird der Börsenkurs wellenförmig verändert; auf den niedrigsten Preis des Tages folgt fast nie sofort der höchste, sondern es wird — entsprechend den theoretischen Erörterungen — nahezu immer ein Übergang stattfinden, indem die Preise allmählich steigen, um dann wieder allmählich zu fallen, so wie es der Veränderung der jeweiligen Geschäftslage entspricht. Darauf wird sich dieses Spiel — wenngleich auch vielleicht nicht mit derselben Stärke — wieder erneuern, ohne daß die Wellenberge und Wellentäler immer die gleiche Höhe bzw. Tiefe einnehmen oder zu ihr zurückkehren müssen. Dagegen fehlen solche Übergänge beim einheitlichen Tagespreis. Hier gibt es an jedem

Börsentag nur einen Preis, der von dem des letztvorangegangenen Tages oft nicht unwesentlich abweicht. Dadurch treten die Preisveränderungen aber mehr stoßweise in Erscheinung. Zu diesen oft unvermittelten Preisverschiebungen trägt insbesondere die Zusammendrängung des Geschäftes auf einen bestimmten Zeitpunkt und die Tatsache bei, daß eine ausgebildete Marktspekulation in Papieren, in denen täglich bloß ein Kurs gebildet wird, wegen zu seltener Betätigungsmöglichkeiten nicht vorhanden ist. So ist der Einheitspreis bis zu einem gewissen Grad auch vom Zufall abhängig. Da hier die wohltätige Wirkung der Börsenspekulation zumeist fehlt, kann der Preis durch einen einzigen Auftrag in beabsichtigter Weise oft wesentlich geändert werden. Dadurch aber werden der Preisregulierung und etwa auch einer Preisfälschung die Tore geöffnet.

Die Tatsache der ruckweisen Preisverschiebungen bei Einheitskursen beruht daher größtenteils auf der marktverengenden Wirkung dieses Preises, indem er die Börsenhändler, die ihren Vorteil namentlich in der Beweglichkeit der Preise finden, vom Markt der Einheitspapiere fernhält. Die freie Bildung von Einzelpreisen dagegen bewirkt nach Lansburgh<sup>1)</sup> infolge der Verbreiterung des Marktes und der ununterbrochenen Umsatzmöglichkeit einen Preisaufschlag und daher höhere Preise, als sie bei Einheitspreisen erzielt werden könnten. Erst im Falle größerer Preisveränderungen greift auch bei Einheitspapieren das Händlertum ein. Doch soll dadurch keineswegs ohne Ansehen der einzelnen Effekten und ihres Marktes für den freien Handel eine Lanze gebrochen werden.

Nicht in allen, wohl aber in sehr vielen Fällen würde der Übergang zur freien Preisbildung den Markt durchaus nicht vergrößern. Denn die Spekulation erwählt nur solche Papiere zum Gegenstand ihres Handelsverkehrs, für die auch das Publikum ein entsprechendes Interesse zeigt. Effekten aber, in denen kein lebhafter Verkehr stattfindet, eignen sich nicht für den freien Handel. In diesem ist die örtliche und zeitliche Konzentration von Angebot und Nachfrage, wie sie durch den Einheitspreis repräsentiert wird, zweifellos am Platze. Eine Vergrößerung des Marktes kann dann nur dadurch bewirkt werden, daß die Papiere nicht täglich zum Verkehr zugelassen werden. Wir fanden solche Fälle seinerzeit — wie schon erwähnt — durch die kleinen Stadtanleihen an der Berliner Börse vertreten, die nur zweimal in der Woche gehandelt wurden. Es kann daher Lansburgh<sup>2)</sup> beigestimmt werden, wenn er sagt: „Für Papiere ohne besondere Marktfähigkeit würden sich die Vorteile der kontinuierlichen Preisbildung in ihr Gegenteil verkehren. Bei Eintreffen

<sup>1)</sup> Lansburgh: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, S. 39.

<sup>2)</sup> Lansburgh: a. a. O., S. 42.

eines Kaufauftrages würden sie eine starke Steigerung erfahren, weil kein entsprechendes Angebot vorhanden ist, eine Viertelstunde später vielleicht einen noch stärkeren Rückgang, weil dann wieder einem Verkaufsauftrag keine Nachfrage gegenübersteht. Die Preisbildung vollzieht sich bei selten gehandelten Papieren entschieden ruhiger, wenn man mittels einer einmaligen Ausgleichung die wenigen Aufträge wie in einem Trichter zusammenzieht, als wenn man es dem Zufall überläßt, ob und wie Nachfrage und Angebot sich treffen. Ja es gibt sogar Papiere, deren Preisbildung erheblich gewinnen würde, wenn man sie nur wöchentlich oder halbwochentlich statt täglich handeln und notieren würde, weil die Wahrscheinlichkeit, daß die wenigen Aufträge in ihnen sich ausgleichen, bei seltener Notierung größer ist als bei häufiger.“

Infolge derartiger Erwägungen finden auch bei Marktveränderungen der Effekten an den einzelnen Börsen Verlegungen von Papieren aus dem Markt mit festen Einheitskursen in den der Schwankungswerte und umgekehrt, in Wien vom festen in den fließenden Schranken und in die Kulisse und von dort wieder zurück in den Schranken statt.

Durch alle diese und die vorangegangenen Betrachtungen gewinnt die Börsentechnik und ihre Verschiedenartigkeit, soweit sie für den Preis in Frage kommt, Sinn und Berechtigung. Desgleichen stellen sich aber auch die darauf Bezug habenden Börseneinrichtungen nicht als willkürliche, sondern durch die Erfordernisse des Marktes geworden und durch diesem geradezu erzwungen dar, so daß sich die verschiedenen Verkehrsstufen und Teilmärkte weiteren Sinnes, wie sie sich an der Berliner Börse durch den Kassamarkt mit Einheitskursen, den Kassamarkt mit fortlaufenden Notierungen und den Terminmarkt, in Wien durch den Kassamarkt, den Markt der Arrangementpapiere mit Einheitskursen, den fließenden Schrankenhandel und schließlich den Kulisseverkehr zeigen, nur als Folge wirtschaftlicher Notwendigkeiten ergeben. Aufgabe der Börsenleitungen und ihrer Organe ist es bloß, die einzelnen Effekten dem für sie geeigneten Teilmarkt der Börse zuzuweisen und für dessen entsprechende Technik Sorge zu tragen.

Solang ein Papier sodann an einer Börse gehandelt wird, beeinflußt auch die Preisbildungstechnik, der es dort unterworfen ist, innerhalb der skizzierten Grenzen seinen Preis, der wieder nach den erörterten verschiedenen Formen der Preisveröffentlichung, vor allem im Wege des Kursblattes, auch der außerbörslichen Welt kundgemacht wird.



# Literaturverzeichnis

## A. Volkswirtschaftliche Literatur

Amonn, Alfred: Grundzüge der Volkswohlstandslehre, 1. Bd. Jena. 1926. — Stand der reinen Theorie. Festgabe für Brentano, 2. Bd. München u. Leipzig. 1925. — Ricardo als Begründer der theoretischen Nationalökonomie. Jena. 1924. — Wiesers Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft. Arch. f. Sozialw. u. Sozialpol., 53. Bd. 1925.

Böhm-Bawerk, Eugen v.: Kapital und Kapitalzins. Innsbruck. 1912. — „Kapital“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl.

Diehl, Karl: Theoretische Nationalökonomie. Jena. 1927.

Engländer, Oskar: Bestimmungsgründe des Preises. Reichenberg. 1921. — Fragen des Preises. Schmollers Jahrb., 43. Bd. 1919. — Gleichförmigkeit von Preis und Nutzen. Schmollers Jahrb., 44. Bd. 1920.

Flersheim, Fritz: Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren. Leipzig. 1914.

Göppert, H.: „Börsenrecht“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Gruntzel, Josef: Theorie der Volkswirtschaft. Wien. 1923. — Wert und Preis. München u. Leipzig. 1914. — Allgemeine Volkswirtschaftslehre. Wien. 1922.

Hahn, A.: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. 1920. — „Kredit“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Heller, Wolfgang: Theoretische Volkswirtschaftslehre. Leipzig. 1927.

Jevons, W. Stanley: Die Theorie der politischen Ökonomie, übersetzt von Otto Weinberger. Jena. 1924.

Kerschagl, Richard: Einführung in die Methodenlehre der Nationalökonomie. Wien. 1925.

Lansburgh, Alfred: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse. Stuttgart. 1917. — Diverse Aufsätze. Die Bank. 1926 u. 1927. — Lederer, Emil: Grundzüge der ökonomischen Theorie. Tübingen. 1923. — Liefmann, Robert: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl. Leipzig u. Berlin. 1927. — Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 4. Aufl. Jena. 1923. — Lotz, W.: „Anleihen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl.

Marshall, Alfred: Handbuch der Volkswirtschaftslehre, übersetzt von Ephraim und Salz. Stuttgart u. Berlin. 1905. — Mayer, Hans: Untersuchung zu dem Grundgesetz der wirtschaftlichen Wertrechnung. Zeitschr. f. Volkswirtschaft. 1921 u. 1922. — „Bedürfnis“, „Gut“, „Produktion“ und „Monopolpreis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Menger, Carl: Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl. Wien u. Leipzig. 1923.

Pesch, H. S. J.: Lehrbuch der Nationalökonomie, 4. Aufl. Freiburg. 1924. — Philippovich, Eugen v.: Grundriß der politischen Ökonomie. Tübingen. 1920.

Reisch, Richard: Über das Wesen und die Wirkungen der Börsenkredite. Bankarchiv, 28. Jahrg., Nr. 9. — Die wirtschaftliche Bedeutung des Kredits im Lichte von Theorie und Praxis. Mitteilungen d. Verbandes österr. Banken u. Bankiers. 10. Jahrg. Wien. 1928. — Ricardo: Grund-

sätze der Volkswirtschaft und Besteuerung, übersetzt von Ottomar Thiele. 1905. — Rosenstein-Rodan, P. N.: „Grenznutzen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl.

Schumpeter, Joseph: Wesen und Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie. 1908. — Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl. München u. Leipzig. 1926. — Epochen der Dogmen- und Methodengeschichte. Grundriß der Sozialökonomik, I. Abt. Tübingen. 1914. — „Angebot“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Somary, Felix: Bankpolitik. Tübingen. 1915. — Sombart, Werner: Der moderne Kapitalismus. Leipzig. 1916. — Spann, Othmar: Die Haupttheorien der Volkswirtschaftslehre, 17. Aufl. Leipzig. 1928. — Theorie der Preisverschiebung. Wien. 1913. — Strigl, R.: „Nachfrage“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl.

Weiß, F. X.: „Wert“ und „Zins“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Wieser, Friedrich v.: Der natürliche Wert. Wien. 1889. — Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft, 2. Aufl. Tübingen. 1924. — „Geld“ („Theorie des Geldes“), Hwb. d. Stw., 4. Aufl.

Zuckerlandl: „Preis“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Zwiedineck, Otto v.: Über den Subjektivismus in der Preislehre, Arch. f. Sozialwissenschaft. 1914.

## B. Betriebswirtschaftliche Literatur

Auler, Wilhelm: Das Pfandbriefgeschäft als Kapitalquelle der Hypothekenbanken. Berlin. 1924.

Berliner, S.: „Schiedsgerichte für die Betriebswirtschaft“, Hwb. d. Bw. — Bernhard: Liquidationskasse und Mediolidation. Magazin der Wirtschaft. 1927.

Coutre, W. le: „Kapital“ und „Vermögen“, Hwb. d. Bw.

Ferjancic, Theodor: Das Kostgeschäft. Wien. 1914.

Großhennig, H.: Neuregelung der Technik der Liquidation für Effekten-Termingeschäfte. Zahlungsverkehr und Bankbetrieb. 1928.

Hajek, Otto: Börsentechnik (Usancen) im Prager Effekten- und Devisenhandel. Prag. 1929. — Hellauer, Josef: System der Welthandelslehre. Berlin. 1920. — Handelsverkehrslehre. Handelshochschule. Berlin. 1928. — Hübner: Die Aktiendividende als Funktion des Anleihezinses. Zeitschr. f. Betriebsw. 1928. — Hummel, Otto: Das Rentabilitäts- und Wirtschaftlichkeitsproblem. Stuttgart. 1927.

Kalveram, Wilhelm: Finanzierung. Handelshochschule. Berlin. 1929. — Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England. Zeitschr. f. Betriebsw., 1. u. 2. Jahrg. — Koranyi, Karl: Das Kursermittlungsverfahren an der Wiener Börse. Zeitschr. f. Volksw. u. Sozialpol., N. F., 4. Bd. — Kühnel und Granichstaedten-Cerva: In der Werkstatt der Börse. Wien. 1923.

Lehmann, Fritz: Der Inhalt des Aktienprospektes. Zeitschr. f. h. Forschg. 1927. — Leitner, Friedrich: Bankbetrieb und Bankgeschäfte. Frankfurt a. M. 1923. — Wirtschaftslehre der Unternehmung. Berlin. 1926.

Mahrholz, Bernhard: Das neue Abrechnungsverfahren im Effekten-Termingeschäft. Bankwissenschaft, 5. Jahrg. — Mayer, Bruno: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Wien. 1899. — Meithner, Karl: Abschluß und Abwicklung der Effektingeschäfte im Wiener Börsenverkehr. Wien. 1924. — Die Preise bei mangelhafter Konzentration von Angebot und Nachfrage. Wien. 1929. — Das reformierte Kursblatt der Wiener Börse.

Österr. Steuer- und Wirtschaftszeitung. März 1927. — Die besonderen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung in Effekten. Zeitschr. f. Betriebsw. 1929. — Mellerowicz, Konrad: Grundlagen betriebswirtschaftlicher Wertungslehre. Berlin. 1926. — Zur Frage der Verbesserung der Börsenstatistik. Bankwissenschaft, H. 8. 1927.

Nicklisch, Heinrich: Wirtschaftliche Betriebslehre. Stuttgart. 1922. — „Anlagevermögen“ und „Wert“, Hwb. d. Bw.

Oberparleiter, Karl: Die Funktionen des Handels. Wien. 1918. — „Märkte“ und „Spekulation“, Hwb. d. Bw. — Obst, Georg: Das Bankgeschäft. Stuttgart. 1923. — „Börsengeschäfte“ (in Wertpapieren), Hwb. d. Bw. — Ottel, Klemens: Die Technik des wirtschaftlichen Verkehrs. 2. Aufl. Wien. 1927.

Passow, Richard: Die Bilanzen der privaten und öffentlichen Unternehmungen. Leipzig. 1921. — Polak, N. J.: Grundzüge der Finanzierung. Berlin. 1926. — Prion, W.: Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege. München. 1918. — Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. Leipzig. 1927. — Kreditpolitik. Berlin. 1926. — Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig. 1910. — „Börsenwesen“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Die kapitalistische Grundrechnung, Zeitschr. f. Hw. u. Hp. 1927. — Dividendenpolitik und stille Reserven. Bankwissenschaft 1928/29. — Aktienkurse und Aktienrenten. Zeitschr. f. Hw. u. Hp. 1928.

Saling: Börsenpapiere, I. T. Berlin. 1928. — Scheffler: Zur Begriffsbildung von Vermögen und Kapital. Zeitschr. f. Betriebsw. 1928. — Scheller, Georg: Der Handel in amtlich nicht notierten Werten. Berlin. 1924. — Die Sicherheitsbestimmungen im amtlichen Effekten-Termingeschäft. Zeitschr. f. Betriebsw. 1926. — Schmalenbach, E.: Finanzierungen. Leipzig. 1922. — Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik. Leipzig. 1926. — Kapitalisierung des Geschäftsertrages. Zeitschr. f. h. Forschg., 7. Jahrg. — Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik. Zeitschr. f. h. Forschg., 12. Jahrg. — Schmaltz, K.: Valutarisiko. Stuttgart. 1922. — Schmidt, Fritz: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig. 1922. — Liquidation und Prolongation im Effektenhandel. Leipzig. 1912. — „Arbitrage“, Hwb. d. Stw., 4. Aufl. — Schneider, A.: Führer durch die Börse zu Berlin. Berlin. 1926. — Schweitzer, R.: „Wertpapiere“ und „Rente“, Hwb. d. Bw. — Sommerfeld, H.: Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäftes. Berlin. 1923. — Graphische Ermittlung des Einheitskurses. Zeitschr. f. Hw. u. Hp. 1926. — „Kapitalkonzentration“, Hwb. d. Bw. — Swoboda, Otto: Die Arbitrage. Berlin. 1928.

Theisinger, Karl: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung. Stuttgart. 1928.

Walb, Ernst: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre. Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute, 60. Aufl., 2. Buch. Leipzig. 1927. — Die Börse als Organ der Wirtschaft. Betriebswirtsch. Rundschau, 1. Jahrg. — Die Struktur der internationalen Kapitalbeziehungen und ihre Veränderungen seit dem Weltkrieg. Annalen der Betriebswirtschaft. 1927.

Zach, Lorenz: Der Handel mit Wertpapieren. Leipzig. 1921. — Ziegler, Julius: Der Arrangementverkehr im Effektenhandel der Wiener Börse. Wien. 1911. — Zinsler-Ritzberg: Zur Vereinheitlichung des mitteleuropäischen Börsenverkehrs. Mitteilungen d. Verbandes österr. Banken u. Bankiers. 1928.

Arrangementordnung der Wiener Börse.

Börsenordnungen und Geschäftsbedingungen der Börsen von Berlin, Bremen, Breslau, Budapest, Essen-Düsseldorf, Frankfurt a. M., Hamburg, Hannover, Köln, Leipzig, Mannheim, München, Prag, Stockholm, Stuttgart, Wien und Zürich.

Geschäftsordnung für den Wiener Giro- und Kassenverein.

Satzungen der Liquidationsvereine deutscher Börsen.

Satzungen und Geschäftsbedingungen deutscher Liquidationskassen A. G.

## Sachverzeichnis

- Agenten 84, 91, 126f., 139  
Agio 77  
Aktien 63, 65, 69f., 73f., 75ff., 103, 106, 109f.  
Anfangskurs, 57, 128, 134, 137, 139, 141ff.  
Angebot 1f., 6, 8, 10, 22f., 25, 27f., 30ff., 46ff., 52ff., 63, 65, 78f., 94, 102, 112, 115f., 130, 143  
Anlagemarkt s. Kapitalmarkt  
Anleihen s. Obligationen und Auslandskredit  
Anteile von Ges. m. b. H. 73  
Arbitrage 58, 83, 122f.  
Arrangementdifferenzen 95  
Arrangementgeschäfte 137f.  
Arrangementpapiere 91, 139, 150  
Arrangementverfahren 93  
Aufsicht über Börsen 86  
Aufträge 78, 82, 131f.  
Auftragkompensation 56, 78, 83  
Auktionsverfahren 125, 134  
Ausgeber der Effekten 81, 113f.  
Auslandskredit 66
- Banken und Bankiers 3, 63, 67, 80, 82, 98, 113f., 117, 119, 121, 142  
Bedürfnis 6, 8f., 18, 60, 102  
Bedürfnisbefriedigung 8ff., 12ff.  
Begrenztheit des Vorrates 28  
Berliner Kassenverein 91, 94  
Bestens-Aufträge 50f., 83, 115, 129f., 132ff., 145  
Bestimmungsgründe des Preises 6, 8ff., 22f.  
Bewertung s. Wertschätzung  
„bezahlt“ — Notiz 143f.  
Blankoverkauf 94  
Börse 2, 35, 46ff., 52, 56, 59, 64, 67, 78ff., 84ff., 123ff.  
Börsenbesuch 86, 88f.  
Börsenfähigkeit 87  
Börsengeschäfte 87, 90  
Börsengesetz 86f., 89f., 141
- Börsenleitung 86ff., 150  
Börsenordnung 86f., 89  
Börsenorganisation 74, 84ff., 123ff.  
Börsenpreis 79  
Börsenstatut 87  
Börsentechnik 123ff., 148ff.  
Börsenverkehr 1, 70, 74, 77, 79ff., 84ff., 110, 128ff.  
Börsenzeit 78, 87, 90, 129  
Briefkurs 131, 141, 143ff.  
Budgetierung durch Wirtschaftssubjekte 16
- Carey 6  
Convertible Bonds 72f., 112  
Corner 97  
Courtage 83
- Deport 99  
Detailmarkt 59  
Devisenmarkt 66  
Differenzgeschäfte 100  
Differenzgewinne 79, 100, 118  
direkte Geschäfte 91  
Dividende 74, 76f., 106ff., 113  
Dringlichkeit der Bedürfnisse 12f, 16, 23, 27  
Dringlichkeit des Absatzes 16, 30  
Durchschnittskurse 145  
Dynamik der Preise 2, 57
- Effekten 21, 63ff., 68ff., 84, 102ff., 111  
Effektenbörse s. Börse  
Effekten-Giroverkehr 95  
Effektenkapital 21, 63ff., 68ff.  
Effektenpreisbildung im allgemeinen 21f.  
— im besonderen 62ff.  
Eigengeschäfte der Banken 83  
Einheitlichkeit der Preise 57ff.  
Einheitspreis (-kurs) 32ff., 45ff., 57, 91, 125, 130, 131ff., 136, 138, 141ff., 148ff.

- Einzelpreis 53ff., 60, 128ff., 145f., 148  
 Emission s. Neuemission  
 Emissionsbegriff 80f.  
 Emissionsinstitute 80  
 Emittent 72, 81, 83, 113ff., 121  
 Engagements 80, 96ff., 117, 120f.  
 Entstehung der Preise 128ff., 135ff.  
 Ermittlung der Preise 140ff., s. auch  
     Entstehung der Preise  
 erster Kurs s. Anfangskurs  
 Ertrag 63f., 68, 71, 74, 77, 103ff.,  
     116f.  
 Ertragswert 106ff.  
 Erwerbskapitel 68f.  
 Exoten 85, 140
- Faktoren der Preisbildung 102ff.,  
     113ff., 123ff.  
 Festgeschäfte 90ff.  
 fließender Handel 52ff., 128, 141, 145  
 — Schrankenhandel 139  
 fortlaufende Kurse 91, 128ff., 135f.,  
     149  
 freier Handel s. fortlaufende Kurse  
 Freiverkehr 86, 127f., 137, 140  
 Fungibilität s. Vertretbarkeit
- Geldkapital 2f., 21f., 63ff., 81, 103  
 Geldkurs 131, 141, 143, 145  
 Geldmarkt s. Kapitalmarkt  
 Geldwert 27, 29f.  
 Genußscheine 75  
 Geschäftsbedingungen s. Usancen  
 Geschäftsformen 90  
 Gewährsmänner 88  
 Gläubigerpapiere 71f.  
 Gleichgewichtszustand auf dem  
     Markte 37f., 47ff., 56f., 60f.,  
     65, 129  
 Goldwertanleihen 72  
 Grenzkurse 146  
 Grenznutzen 9, 14, 17, 20, 24f., 27, 29  
 Grenznutzenschule s. Österreichische  
     Schule  
 Grenzpaar 41f., 43, 49, 53, 55  
 Grenzpreis 41, 43f., 53  
 Grenzprodukt 25  
 Grenzproduzent 29
- Hilfspersonen an der Börse 84  
 höchster bzw. niedrigster Kurs 143ff.  
 Höchstpreise 5
- indifferentes Angebot und indifferente  
     Nachfrage 58  
 Inhaberpapiere 70  
 Inskriptionen 71  
 Intensität des Begehrens 12f.  
 Interventionskäufe 114  
 Investitionen 106  
 Investment Trusts 116  
 isolierter Tausch 30, 54
- K**alkulationen 103  
 Kapitalsanlage 29, 61, 63ff., 70, 81,  
     83f., 102, 104, 106, 110, 117  
 Kapitalbeschaffung 63ff., 70, 81, 103  
 Kapitalbildung 2f., 65, 68f.  
 Kapitalisten 3, 115f.  
 Kapitalmarkt 21f., 62ff., 84, 98, 107,  
     112  
 Kapitalneubildung in der Unter-  
     nehmung 108  
 Kapitalumformung 81  
 Kapitalzins 3f., 21, 63ff., 71, 104  
 Kassageschäfte 90f., 137f.  
 Kassamarkt 80, 133, 135ff., 150  
 Kaufkraft 9f., 65, 67  
 Klassische Schule der Nationalöko-  
     nomie 6ff., 22  
 Knappheit der Mittel 8, 19f., 27, 29  
 Kohäsion der Preise 58  
 Kollektiv-Skontro e. V. 94  
 Kommissionär 56, 78, 82, 130, 134,  
     142f., 145  
 Kommissionsgeschäft 82f.  
 Kompensation s. Liquidationsver-  
     fahren  
 Konkurrenzkampf s. Preiskampf  
 Konkurrenzpreis 32ff.  
 Konversion 72, 105  
 Konzentrationserscheinungen auf  
     Märkten 56  
 Konzertzeichner 115, 121  
 Kosten 6f., 10, 16, 19f., 24ff., 28f.,  
     103  
 Kostengesetz 6f., 25  
 Kostengüter 19  
 Kostgeschäft 97ff.  
 Kredit 63f., 67, 80, 96, 100, 102, 105,  
     108, 113f., 120  
 Kulissegeschäfte 84, 129, 134  
 Kulissiers 127f., 139f., 142  
 Kulisseverkehr 139, 150  
 Kündigungsrecht 72, 74, 105

- Kuponabschlag 79  
 Kuponeinlösung 77  
 Kurs 63, 65, 76f., 89f., 105, 107f., 110, 112, 114, 120  
 Kursbeeinflussung 83, 134, 149  
 Kursblatt 83, 89, 142ff.  
 Kursmakler 83  
 Kursschnitt 143, 146  
 Kurssicherung 101  
 Kursveröffentlichung 134, 142ff.  
 Kurswert 74, 76  
 Kux 70, 73, 75ff., 106
- Leihkapital 62ff.  
 Lichtkurse 142  
 Limit 31, 50, 144  
 limitierte Aufträge 115, 132, 135, 143ff.  
 Liquidationsdifferenzen 95  
 Liquidationskasse A. G. 94, 96  
 Liquidationskurs 95  
 Liquidationsvereine 82, 96  
 Liquidationsverfahren 82, 85, 92f., 100, 138, 147  
 Liquidationswert 110  
 Liquidationszentrale 94f., 97f.  
 Lose 71ff.
- Makler 35, 56, 78, 80, 82f., 90f., 118, 126f., 128, 131, 133f., 137ff., 141f., 148  
 Maklergruppen 124, 128  
 Maklertafel 133, 142  
 Markt 1, 8, 10, 16f., 25f., 29, 32ff., 46ff., 52ff., 58, 84, 103, 118, 124ff., 129  
 Marktbildung 123ff.  
 Marktorganismus 1, 57  
 Mitläufer 80  
 Monopolpreis 5
- Nachfrage 1ff., 6, 8, 13ff., 22f., 26ff., 30ff., 46ff., 52ff., 61, 63, 65, 78f., 94, 102, 112, 116, 130  
 Namenspapiere 70  
 Nennwert 74f., 76, 104, 110  
 Neuausgabe von Effekten 65  
 Neuemissionen 65, 80f., 105, 113f., 121  
 Neuformulierung des Preisgesetzes 43ff.  
 Nochgeschäfte 101  
 Nominale s. Nennwert
- Notierungsarten 76  
 Notiz s. Schlußkurs  
 Nutzen 2, 6, 8ff., 11, 17, 23f., 25, 28; s. auch Grenznutzen  
 Nutzenvergleiche 11
- Obligationen 63, 65, 69ff., 76f., 103ff., 111  
 Optionsanleihen 73, 112  
 Organisation des Börsenverkehrs 84ff., 123ff., 135  
 Österreichische Schule der Nationalökonomie 7ff.
- Personen an der Börse 82  
 Pfandbriefe 72  
 Prämienengeschäfte 100ff.  
 Preis 5f., 30ff., 57ff., 64f., 76f., 79, 84, 103, 131  
 Preisangabe 76, 84, 111  
 Preisbildung, allgemeine Grundsätze 10ff.  
 Preisentstehung an der Börse 128ff., 135ff.  
 Preisfeststellung 83, 85, 89  
 Preisgesetz 6, 45, 46f., 51f.  
 Preisgrenzen 31, 33ff., 39ff., 43ff., 47  
 Preiskampf 2  
 Preisregeln 31, 33, 34; 43ff.  
 Preisregulierung s. Kursbeeinflussung  
 Preistheorien 6ff.  
 Preisveränderungen s. Wirkungen  
 Preisveröffentlichung 85  
 Prioritätsaktien 73ff., 111  
 Prioritätsobligationen 72  
 Produktivkapital 68f.  
 Produktivmittel, Preise der 19ff., 25  
 Produzenten 3f.  
 Prolongationsgeschäfte 82, 97ff.  
 Publikum 80, 82f., 100, 110, 117, 121, 134f., 142, 145f.
- Quotenaktien 70, 74
- Rangordnung der Bedürfnisse 8f., 12f., 16  
 Rationierung 134  
 Rentabilität 63ff., 103ff., 112, 115  
 Rente 68f., 111 (s. auch Rentabilität)  
 Rentenbriefe 72  
 Rentenquelle 103, 110, 112  
 Repartierung s. Rationierung  
 Report 99

- Reproduktionskosten 6ff.  
 Reserven 106, 108  
 Riccardo 6, 22  
 Risiko 64, 74, 95, 101, 104, 107, 109, 117, 122  
 Rückzahlung des Effektenkapitals 68f., 71f., 75, 103ff., 111
- Sachwertanleihen 71, 105  
 Schiedsgerichte 86, 90  
 Schlußeinheit 93, 136  
 Schlußkurs 57, 115, 128, 134, 137, 139, 141ff.  
 Schlußnote 91  
 Schranken 124, 136, 139, 150  
 Schrankenpapiere 138  
 Schutzprinzip 135  
 Schwankungskurse 141, 146  
 Selbsteintrittsrecht 146  
 Selbstfinanzierung 107  
 Seltenheitsgüter 6, 8  
 Sensale s. Makler  
 Sicherheit 64, 103f., 109ff., 115f.  
 Sicherstellung 72, 99  
 Sicherung der Erfüllung 82  
 Smith 6  
 Sparbedürfnis 12f., 102  
 Sparen 3, 61, 65, 69, 108  
 Sparkapital 63, 66  
 Spekulanten 82, 117ff.  
 Spekulation 58, 60, 65, 67, 74, 79f., 82f., 94, 96ff., 105, 111, 117ff., 130, 149  
 — à la baisse 80, 96f., 99, 120  
 — — hausse 80, 96f., 114, 120  
 Spekulationsertrag 109f.  
 Spekulationsgeschäfte s. Spekulation  
 Sperrfrist 115  
 Spezialisierung der Personen an der Börse 126ff.  
 Spitzen 83  
 Staatskommissär 86ff.  
 Stammaktien 73ff., 111  
 Statik der Preise 2, 57, 61  
 Stellageschäfte 101  
 stückeloser Effektenverkehr 95  
 Stufen der Märkte 58f.  
 subjektiver Wert 23f., 27f. s. auch Wertschätzung  
 Substanzwert 110  
 Superdividende 75, 111
- Tagesspekulation 84  
 Tausch 2, 6, 24  
 Tauschpaare 39ff., 46, 49, 51f., 53f.  
 Tauschwert (subjektiver) der Geldeinheiten 18  
 Teilhabereffekten 64, 73ff., 103, 106f., 109ff.  
 Teilkonzentrationen an der Börse 56f., 148  
 Termingeschäfte 90, 92ff., 98ff., 120, 134, 141  
 Terminmarkt 53ff., 57, 80, 82, 129, 135ff., 150
- Übertragung der Effekten 70  
 Ultimogeschäfte 137  
 Ultimoliquidation 93  
 Umsatzermittlung 50  
 Umsatzgröße 48ff., 54f., 130, 132, 145, 147  
 Umsatzstatistik 147  
 Usancen 78, 85, 89, 92, 136
- Vertretbarkeit der Handelsobjekte 2, 58f., 64, 78f., 84, 98  
 Verzinsung s. Kapitalzins  
 Vorrat 28, 65  
 Vorzugsaktien s. Prioritätsaktien  
 Vorzugsdividende 75, 111
- Warenkurs 144f.  
 Wertangabe 76ff.  
 Wertschätzung 6, 15ff., 23ff., 28ff., 31, 32ff., 46ff., 58, 103, 106  
 Wettbewerb, beiderseitiger 35ff.  
 — einseitiger 32ff.  
 Wettbewerbspreis 5, 16  
 Wiener Giro- u. Kassenverein 91, 94  
 Wirkung der Preisveränderungen 61  
 Wirtschaftsplan 9, 12ff.
- Zeitgeschäfte 137  
 Zins- s. Kapitalzins  
 Zinsfuß 64ff., 73, 104, 106ff., 114  
 Zulassung von Effekten zur Börse 85f., 113, 115  
 Zulassung zum Börsenbesuch 87f.  
 Zusammenhang der Preise 22, 60f.  
 Zustandekommen der Preise 30ff., 123ff., 128, 130f., 141  
 Zwangsverkäufe 120



## Betriebswissenschaftliche Forschungen des Wirtschaftsverkehrs

Herausgegeben von Prof. Dr. K. Oberparleiter und Prof. Dr. F. Findeisen

*Als erstes Heft erschien:*

### Die Klauseln im Kaufvertrag

Von Dr. Willi Bouffier, Assistent an der Hochschule für Welthandel in Wien  
VIII, 162 Seiten. 1929. RM 7,50

#### Inhaltsübersicht:

Vorbemerkungen. — Besondere Klauseln. — Quantitätsklauseln. — Qualitätsklauseln. — Klauseln für die Verteilung der Kosten und die Bestimmung des Erfüllungsortes. — Klauseln für die Lieferungs- und Erfüllungszeit. — Für Promptgeschäfte. — Bei Lieferungsgeschäften. — Klauseln für die Zahlungsbedingungen. — Literaturverzeichnis. — Sachverzeichnis.

#### Aus den Besprechungen:

Das von Prof. Dr. Oberparleiter mit einem Geleitwort ausgestattete Werk befriedigt in hervorragendem Maße ein Bedürfnis der Theorie wie der Praxis. Ohne sich in langwierigen und dem Laien meist schwer verständlichen juristischen Erörterungen zu ergehen, analysiert es in übersichtlicher und leichtfaßlicher Weise die Klauseln des Kaufvertrages und stellt ihre verschiedenen Auslegungen einander gegenüber; knapp, präzise und gründlich. Es wird dadurch zu einem Handbuch des vorsichtigen Kaufmannes geradezu prädestiniert . . . „Oesterreichische Steuer- und Wirtschafts-Zeitung“.

---

## Wirtschaftswissenschaftliche Leitfäden

Erster Band. **Angebot und Nachfrage.** Von Hubert D. Henderson, M. A., Dozent für Volkswirtschaftslehre an der Universität Cambridge. Mit einem Vorwort von J. M. Keynes. Deutsch herausgegeben von Dr. Melchior Palyi, Privatdozent an der Handelshochschule Berlin. Mit 2 Abbildungen. VII, 155 Seiten. 1924. RM 3,90

Zweiter Band. **Das Geld.** Von D. H. Robertson, M. A., Dozent am Trinity College, Cambridge. Deutsch herausgegeben von Dr. Melchior Palyi, Privatdozent an der Handelshochschule Berlin. VII, 149 Seiten. 1924. RM 3,90

Dritter Band. **Produktion.** Von D. H. Robertson, M. A., Dozent am Trinity College, Cambridge. Deutsch herausgegeben von Dr. Melchior Palyi, Privatdozent an der Handelshochschule Berlin. V, 148 Seiten. 1924. RM 3,90

Vierter Band. **Bevölkerung.** Von Harald Wright, M. A. (Cambridge). Deutsch herausgegeben von Dr. Melchior Palyi, Privatdozent an der Handelshochschule Berlin. Mit einem Vorwort von J. M. Keynes. VIII, 150 Seiten. 1924. RM 3,90

Fünfter Band. **Einführung in die Finanzwissenschaft.** Von Hugh Dalton, M. A., D. Sc., Dozent an der Universität London, Mitglied des Englischen Unterhauses. Deutsch mit Anmerkungen von Dr. Hans Neisser, Berlin. XII, 182 Seiten. 1926. RM 4,80

**Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung.**

Von Dr. rer. pol. Ernst Horwitz, Diplom-Volkswirt. („Bank- und finanzwirtschaftliche Abhandlungen“, Heft 16.) Mit 3 Textabbildungen. V, 86 Seiten. 1929.  
RM 5,50

---

**Das Bankgeheimnis.** Von Dr. rer. pol. Hans Theodor Schubert,

Diplom-Kaufmann. („Bank- und finanzwirtschaftliche Abhandlungen“, Heft 14.) V, 96 Seiten. 1929.  
RM 6,60

---

**Weltwirtschaft und Wirtschaftspolitik in Einzeldarstellungen.** Band I: Die Deflation und ihre Praxis in England, den Vereinigten Staaten, Frankreich und der Tschechoslowakei. Von

Charles Rist, Professor an der Faculté de Droit in Paris. Mit 3 Kurven. VI, 128 Seiten. 1925.  
RM 6,60

---

**Theorie der Volkswirtschaft.** Von Dr. Oskar Engländer, o. Professor der Nationalökonomie an der Deutschen Universität Prag. In zwei Teilen. Teil I: Preisbildung und Preisaufbau. X, 192 Seiten. 1929.

RM 8,60; geb. RM 9,80

Teil II: Geld und Kapital.

In Vorbereitung

---

**Die Gesetzmäßigkeit in der Wirtschaft.** Von Dr. Josef

Dobretsberger, Wien. VIII, 159 Seiten. 1927.  
RM 6,50

---

**Wirtschaftsprognose.** Eine Untersuchung ihrer Voraussetzungen und

Möglichkeiten. Von Oskar Morgenstern, Wien. V, 129 Seiten. 1928.  
RM 7,20

---

**Die wirtschaftliche Konzentration.** Von Dr. Josef Gruntzel,

Hofrat, o. Professor an der Hochschule für Welthandel in Wien. IV, 78 Seiten. 1928.  
RM 3,60

---

**Die Ordnung des Wirtschaftslebens.** Von Dr. Werner Sombart,

Geh. Regierungsrat, Professor an der Universität Berlin. Zweite, verbesserte Auflage. („Enzyklopädie der Rechts- und Staatswissenschaft“, Bd. 35.) V, 65 Seiten. 1927.  
RM 3,60

---

**Zeitschrift für Nationalökonomie.** Herausgegeben von Pro-

fessor Hans Mayer, Professor der Universität Wien, Professor Richard Reisch, Präsident der Österr. Nationalbank, Wien, und Professor Richard Schüller, Sektionschef im Bundeskanzleramt, Professor an der Universität Wien. Schriftleitung: Paul N. Rosenstein-Rodan, Wien und Oskar Morgenstern, Wien. Erscheint seit Mai 1929 in einzeln berechneten Heften. Jährlich erscheinen etwa 6 Hefte im Umfang von 140—170 Seiten, die zu einem Band vereinigt werden.  
Preis des Heftes RM 10,00 bis RM 15,00

---