



**ZBW**  
**Deutsche Zentralbibliothek**  
**für Wirtschaftswissenschaften**  
**Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft**  
**[www.zbw.eu](http://www.zbw.eu)**

**Signatur**

**D 6**



D 6



## Vor bemerkung.

Im Laufe der Verhandlungen der Börsen-Enquete-Kommission wurde mehrfach der Wunsch geäußert, über gewisse Theile des Börsenverkehrs statistische Ermittlungen anzustellen, um dieselben neben den Gutachten der Sachverständigen sowie dem sonst gewonnenen Material ebenfalls bei den Berathungen berücksichtigen zu können. Nachdem das Mitglied, Professor Dr. Schmoller einen dahin zielenden Antrag in der Plenarsitzung vom 1. November 1892 eingehend begründet hatte, wurde beschossen, für diese Zwecke eine Unterkommission einzusetzen, bestehend aus dem Vorsitzenden, Reichsbank-Präsidenten, Wirklichen Geheimen Rath Dr. Koch und den Mitgliedern, Geheimen Kommerzienrath Frenkel, Geheimen Ober-Regierungsrath Gamp, Freiherrn von Huene und Professor Dr. Schmoller, während die statistischen Arbeiten selbst von den beiden Hilfsarbeitern der Kommission, Gerichtsassessoren Eschenbach und Endemann besorgt werden sollten. In der Sitzung vom 10. April 1893 wurde der Unter-Kommission noch der Professor Dr. Cohn als Mitglied zugeordnet.

Da bei dem Statistischen Amt des Deutschen Reichs und dem Königlich Preussischen Statistischen Bureau einschlägige Materialien nicht vorhanden waren, so mußten solche aus den Akten des Reichsschatzamts sowie der Steuer- bzw. Stempelbehörden der Einzelstaaten und für einige weitere Zwecke aus Quellen gesammelt werden, welche zum Theil in wissenschaftlichen und anderen periodischen Organen vorhanden, zum Theil sonst zu erlangen waren.

Es liegt in der Natur der Verhältnisse, daß die geleisteten Arbeiten nicht überall auf Vollständigkeit Anspruch machen können, da die meisten der behandelten Fragen bis jetzt überhaupt noch nicht statistisch bearbeitet worden waren und die Veröffentlichung des die Statistik enthaltenden Anlagebandes die der übrigen Materialien der Kommission nicht aufhalten durfte.

Ueber die Herkunft der einzelnen Bestandtheile des Anlagebandes selbst ist das Nöthige in den Ueberschriften bzw. Anmerkungen gesagt. Soweit dabei außerhalb der Kommission stehende Personen oder Korporationen in Betracht kommen, hat die Kommission denselben ausschließlich die Verantwortung für die gelieferten Beiträge überlassen zu sollen geglaubt und demgemäß sich aller kritischen Bemerkungen enthalten. Auch für den Inhalt derjenigen Stücke, welche von den beiden Hilfsarbeitern abgefaßt und von ihnen bezeichnet sind, tragen sie die Verantwortung.

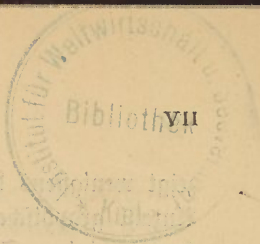
Im Uebrigen wird auf die nachstehende, von dem Professor Dr. Schmoller verfaßte Einleitung und auf das Inhaltsverzeichnis verwiesen.





Di





# E i n l e i t u n g

von

Gustav Schmoller.

Wenn ich dem Wunsche der Börsen-Enquete-Kommission, die Materialien unseres statistischen Sammelbandes mit einigen einleitenden Worten zu eröffnen, mich nicht entziehen wollte, so muß ich doch vorausschicken, daß diese Aufgabe keine ganz leichte ist. Ein eingehender Bericht über das, was in der statistischen Unterkommission verhandelt wurde, ist weder nach den summarischen Protokollen derselben möglich, noch ist es angezeigt, hier auf alle dort gestellten, theilweise angenommenen, theilweise abgelehnten Anträge, auf alle die Schwierigkeiten einzugehen, die theils in der Sache, theils in den Kosten, theils in dem verfügbaren Personal liegend, sich der Aufgabe entgegenstellten, eine nach allen Seiten befriedigende Börsenstatistik zu liefern. Es kann nur meine Aufgabe sein, über das, was dieser Band enthält, einige einleitende, zusammenfassende und erläuternde Worte voranzuschicken. Das war aber insofern besonders schwierig, weil die Zeit drängte, der Abschluß auch dieses statistischen Bandes so rasch als möglich erfolgen sollte. Ich konnte mit meinen Ueberlegungen und Berechnungen, was aus dem vorhandenen Material zu erquiren sei, bis in den letzten Tagen nicht zum Abschluß kommen, weil eine Reihe der wichtigsten Zahlenresultate erst in den letzten Wochen, ja in den letzten Tagen fertig gestellt werden konnte.

Die späte Fertigstellung lag übrigens in der Natur der Sache. Die Börsen-Enquete-Kommission betrachtete es nicht von Anfang an als ihre Aufgabe, wie es sonst bei volkswirtschaftlichen Enqueten üblich ist, das statistische Material zu sammeln oder statistische Erhebungen anstellen zu lassen, ehe Sachverständige und Interessenten vernommen werden. Man ging im Anfang allseitig von der Anschauung aus, es handle sich hier nur um die Feststellung der Börsenverfassung und ihrer Mißstände, um typische Vorgänge des geschäftlichen Lebens, deren rechtliche Struktur und Gestaltung, deren wirtschaftliche, soziale und moralische Folgen durch Vernehmung der Sachverständigen festzustellen seien. Das war ein berechtigter Standpunkt. Der Schwerpunkt der Enquete lag so ausschließlich auf dem rechtlichen und allgemein volkswirtschaftlichen Boden.

Aber gerade der Fortgang der Vernehmungen und die Berathungen im Schoße der Kommission zeigten immer wieder, daß für eine Reihe von Punkten auch eine genaue Kenntniß der zu Grunde liegenden Größenverhältnisse wünschenswerth, ja für ein abschließendes Urtheil unentbehrlich sei. Und der Einwurf, daß sie überhaupt nicht zu fassen seien, daß es auf dem Gebiete der Börsenstatistik bisher nur werthlose und irreführende Schätzungen gebe, konnte doch nicht davon abhalten, das einmal zu sammeln, was man an Material erhalten konnte, es zu prüfen, zu vergleichen und in Verbindung zu bringen mit den ewig wiederkehrenden Fragen: hat das Börsengeschäft, haben die Emissionen, die Zeitgeschäfte zugenommen, hat die Anlage in fremden Papieren mehr zugenommen, als in inländischen u. s. w.

So kam in später Stunde der Beschluß zu Stande, den Vernehmungen der Sachverständigen einen Band börsen-statistischer Materialien beizufügen. Und so wenig es nun Sache der Kommission sein konnte, zumal sie ohne jede statistische Hülfskräfte war, ihrerseits selbst noch große Erhebungen anzustellen, so dürfte das von ihr gesammelte und geordnete, im folgenden Bande publizierte Material doch von großem praktischen und theoretischen Werthe sein. Es bezieht sich in erster Linie auf die Emissionsstatistik. Denn auch was über die Aktiengesellschaftsstatistik und die Börsensteuerstatistik beigebracht ist, hat hauptsächlich Werth durch die Schlüsse, die aus diesem Material in Bezug auf Emissionen, Kapitalbildung und Bewegung zu ziehen sind. Die mannigfach angestellten Versuche, zu einer Statistik der Zeitgeschäfte zu kommen, erwiesen sich alle als so unsicher, daß davon nichts aufgenommen werden konnte.<sup>1)</sup> Nur die Arbeit über die deutschen Liquidationskassen bringt in dieser Richtung, d. h. über das Zahlenverhältniß vom Termingeschäft zum realen Umsatz, einigen Aufschluß. Und die Zusammenstellung der Terminpapiere von den wichtigsten europäischen Börsen

<sup>1)</sup> Während der Drucklegung sind inzwischen zwei derartige Schätzungsversuche veröffentlicht worden. Der eine vom Gerichtsassessor Eschenbach in Conrad's Jahrb. f. R. u. St. III. Folge Bd. VI S. 879 ff. Eschenbach nimmt »auf Grund längerer Beobachtungen, den Zahlen der Börsenbesucher an den verschiedenen Börsen, dem Studium zahlreicher Prozeßakten, bezw. der in denselben enthaltenen Kontokorrentauszüge, der Statistik der Liquidationskassen und verschiedener mitgetheilte Tabellen über die Börsensteuer« Folgendes an: der Umsatzstempel würde zu 25 Prozent auf Waaren, zu 75 Prozent auf Effekten geschäfte entfallen. Von den letzteren wieder dürften — als Einheit von 100 Prozent genommen — 75 Prozent den Zeit-, 25 Prozent den Kassageschäften zugehören. Von den Effektenzeitgeschäften aber werde mindestens  $\frac{8}{10}$  Prozent auf Termingeschäfte in dividendentragenden Papieren und der Rest auf solche in Valuten und Staats-



zeigt wenigstens das Gebiet der Zeitgeschäfte in Effekten an. Ueber Preis- und Kursbewegung konnten eine Anzahl graphischer und statistischer Darstellungen nebst einigen älteren werthvollen Arbeiten und den Bemerkungen einiger Sachverständigen abgedruckt werden. Endlich wird die Statistik der Börsenbesucher, die Entwicklung des Berliner Kurszettels und die Tabelle über die historische Entwicklung des Berliner Bankgeschäfts Jedem willkommen sein.

Alle diese Materialien, so lückenhaft sie sind, haben darin ihre Bedeutung, daß sie geeignet sind, die Vorstellungen über die Börse, ihre Geschäfte, über den Einfluß der Börse auf die Preise, über die Emissionen, über die Zunahme des Börsengeschäfts, wenigstens an einigen Stellen aus dem Nebel unklarer Allgemeinheit in das klare Licht greifbarer und einigermaßen sicherer Größenbestimmung zu bringen. Damit ist schon viel gewonnen. Ein erheblicher Theil der schiefen Urtheile, welche man heute bei Vertheidigern oder Anklägern der Börse trifft, beruht neben falschen Vorstellungen über das Wesen der Sache eben auf falscher Größenschätzung der in Betracht kommenden Erscheinungen. Diese falsche Schätzung muß durch eine richtigere, durch eine brauchbare Statistik berichtigt werden. Und die bescheidenen Anfänge zu einer solchen bietet der folgende Band.

Es kann sich nun hier nicht darum handeln, alle einzelnen Theile unseres Bandes zu besprechen, die Ergebnisse und Resultate derselben hier vorgreifend zu wiederholen. Auch nicht um Erklärung und Erläuterung des Inhalts der einzelnen Theile kann es sich handeln; die ist, soweit sie den Verfassern und der Kommission nöthig erschien, ja an den einschlägigen Stellen gegeben. Die betreffenden Theile müssen für sich sprechen; die Verantwortung tragen auch nur die einzelnen Bearbeiter, deren Namen daher regelmäßig genannt sind.

Aber Zweierlei zu besprechen, ist hier am Plage. Einmal ist ein allgemeines Wort nöthig über die Stellung, die der Effektenbesitz überhaupt in der heutigen Volkswirtschaft einnimmt. Nur wer sich darüber klar ist, wird sich auch eine halbwegs richtige Anschauung bilden können, was es für eine Bedeutung habe, daß dieser Effektenbesitz stets richtig bewerthet und stets verkäuflich sei, und daß ein brauchbares Organ vorhanden sei, diese Bewerthung zu vollziehen, die Verkaufsmöglichkeit zu schaffen, nämlich die Börse.

Der andere Punkt ist folgender. Es sind in diesem Bande über die Emissionsstatistik eine Anzahl verschiedener theilweise einander gänzlich widersprechender Materialien und Arbeiten mitgetheilt; daß diese Materialien wenigstens in ihren größten Zügen verglichen werden, daß einigermaßen ihr Werth geprüft werde, das kann der Benutzer des Sammelbandes erwarten. In dieser Richtung soll der zweite der folgenden Abschnitte einen Versuch machen, der natürlich nicht mehr enthält, als meine subjektive Anschauung. Ich hoffe aber, daß jede unbefangene Prüfung zu ähnlichen Resultaten kommen werde.

### I. Volksvermögen und Effektenbesitz.

Wenn man sich eine Vorstellung davon verschaffen will, welche Bedeutung und Funktion die Effektenbörse heute habe, so muß man sich erinnern, wie sehr heute durch unsere Kreditentwicklung, unsere Staats- und Kommunalanleihen, unsere Aktiengesellschaften und Pfandbrief-Institute die Form des Vermögens- und Kapitalbesitzes sich geändert hat. Während in früheren, gar nicht weit zurückliegenden Zeiten mit geringen Ausnahmen der größte Theil des vorhandenen realen Vermögens und Kapitals direkt in den Händen der Eigenthümer sich befand, die es nutzten und produktiv auf ihren Gütern, in ihren Geschäften verwendeten, ist seit den letzten Generationen ein immer größerer Theil des vorhandenen Vermögens und Kapitals thatsächlich in die Hände von Gesellschaften, juristischen Personen und Schuldnern gekommen, während die Eigenthümer eine rententragende Schuldforderung besitzen. Und von diesen Schuldforderungen hat ein immer größerer Theil die Form von Effekten und Papieren au porteur angenommen. Das Publikum hat diese Form immer mehr verlangt, weil durch sie der Vermögensbesitz ein jederzeit realisirbarer wird, weil die Sicherheit der Anlage in allgemein bekannten Papieren eine größere ist, die Mühe der Vermögensverwaltung gegenüber dem Ausleihen in einzelnen kleinen Posten sehr verringert wird. Damit ist aber auch für die weitesten Kreise ein starkes Interesse entstanden, daß die Preise der verkäuflichen Papiere, die Kurse, stets dem wahren Werth derselben entsprechen, daß ein großer centraler Markt hierfür, die Effektenbörse, mit möglichst richtiger Preisbildung, vorhanden sei.

papieren zu rechnen sein. Nach einer Beweisführung durch Zahlen betreffs des Umsatzstempels fährt Eschenbach dann fort, daß »demnach rund 50 Prozent aller Börsengeschäfte als rein spekulative Zeitgeschäfte in Aktien sich darstellten«.

Die zweite Schätzung ist in der von der Frankfurter Handelskammer dem Reichstage eingereichten Denkschrift vom 2. Dezember 1893, betreffend die Besteuerung der Börsengeschäfte, enthalten und nimmt das Verhältniß der Effektenkassa zu den Effektenzeitgeschäften wie 69:31 an, wobei jedoch dieser Rechnung nur die Mittheilung eines einzelnen Frankfurter Bankgeschäfts zu Grunde gelegt ist. Der Unterschied dürfte sowohl auf die Verschiedenheit der benutzten Quellen, wie speziell dem Charakter der Frankfurter Börse beruhen, welche bei Weitem nicht einen solchen Spekulationsmarkt darstellt, wie Berlin, was auch aus der Zusammenstellung der an den verschiedenen Börsen auf Termin gehandelten Papiere hervorgehen dürfte. Vor Allem aber ist in Betracht zu ziehen, daß die Mittheilung des Bankhauses auf dem Geschäft im Jahre 1893 beruht, in welchem notorisch das Ultimo-Geschäft in Aktien nur auf die engsten Börsenkreise beschränkt blieb, da das »Publikum« sich seit 1890 bis auf Weiteres von diesem Geschäft vollständig zurückhält; eine Statistik aus den Gesamtjahren 1887/90 würde wohl mit Sicherheit umgekehrte Resultate ergeben haben.



Neuere Untersuchungen über die Größe des Volksvermögens und über den Betrag der ausgeliehenen Kapitalien können wenigstens ungefähr eine Anschauung davon geben, welcher Theil des vorhandenen Besitzes heute so gleichsam Kreditform angenommen hat und in seiner Werthung von der Effektenbörse abhängt. Zu den besten Arbeiten dieser Art gehören die von Robert Giffen über das Kapitalvermögen Großbritanniens und Irlands<sup>1)</sup>. Seine Untersuchungen für 1875 und 1885 basiren auf den spezialisirten Ergebnissen der englischen Einkommenssteuer und auf sehr umsichtigen Erwägungen darüber, durch welchen Multiplikator aus der einzelnen Art von Einkommen (aus Grundbesitz, Pacht, Bergwerken, Eisen-, Gaswerken u.) der Vermögenswerth zu berechnen sei. Er ist dabei zu dem Ergebniss gekommen, daß das gesammte Kapitalvermögen des vereinigten Königreichs 1885 auf etwa 10 000 Mill. £ oder 200 000 Mill. Mark (ohne die englische Staatsschuld im Betrage von 740 Mill. £) sich belaufe. Aus den 26 Kategorien von Vermögen, die er unterscheidet, lassen sich nun entfernt nicht alle Bestandtheile kreditmäßig ausgeliehenen oder in Effektenform besessenen Kapitals aussondern. Aber jedenfalls gehören folgende Posten hierher:

1. die Staatsschuld mit .....	740 Mill. £
2. andere öffentliche Fonds sub Sched. C versteuert.....	527 " "
3. Anlagen in public companies .....	695 " "
4. Anlagen in auswärtigen und Kolonialpapieren.....	197 " "
5. Eisenbahnanlagen des Inlandes.....	931 " "
6. Eisenbahnanlagen des Auslandes.....	76 " "
7. Kapital in auswärtigen Anlagen, das nicht, wie die bisherigen Posten, unter Sched. C und D der Einkommensteuer fällt.....	500 " "
zusammen ....	3 666 Mill. £.

Damit ist wahrscheinlich gemacht, daß 36 %, vielleicht schon wesentlich mehr, vielleicht schon über 40 % des gesammten Vermögens der großbritannischen Nation eine Form angenommen hat, welche die Werthung dieses Kapitals durch die Börse zur Folge hat.

Die Schätzungen des Volksvermögens, die Joville<sup>2)</sup> für Frankreich, Becker für Deutschland<sup>3)</sup>, Jnama für Oesterreich<sup>4)</sup>, Schall für Württemberg<sup>5)</sup> anstellt, erlauben eine ähnliche Ausnutzung nicht. Aber bezüglich des preussischen Staates verdient es angeführt zu werden, daß in der Vorlage des preussischen Herrn Finanzministers Dr. Miquel an den Landtag<sup>6)</sup> bezüglich der einzuführenden Vermögenssteuer das preussische private Kapitalvermögen auf 73,8 Milliarden nach Abzug der Schulden geschätzt war; Becker, der frühere Chef der deutschen Reichstatistik, hatte das ganze deutsche Volksvermögen 1886 auf 175 Milliarden geschätzt, was die Richtigkeit der Miquelschen Zahl wahrscheinlich macht. Von den 73,8 Milliarden kommen nun nach der Aufstellung des Finanzministeriums auf Effekten und ausgeliehenen Kapitalanfaß folgende Posten:

1. preussische Staatsanlehen .....	6 061 Millionen Mark
2. die Hälfte der Reichsanlehen .....	620 " "
3. Kommunalanlehen .....	1 200 " "
4. ausländische Werthpapiere in preussischem Besitze .....	1 500 " "
5. Aktien preussischer Aktiengesellschaften.....	3 350 " "
6. Forderungen aus Hypotheken und Pfandbriefen .....	17 000 " "
zusammen ....	29 731 Millionen Mark.

Also fast 30 Milliarden von 73 haben die Form des Leihkapitals angenommen; von den 17 Milliarden Hypothekenschulden hat natürlich noch ein großer Theil die Form der Privathypothek; aber die des Pfandbriefes, der Obligationen nimmt dagegen täglich zu. Und nehmen wir an, es seien von den 17 Milliarden noch 10 oder etwas mehr gewöhnliche Hypotheken, so bleiben doch etwa 16 bis 20 Milliarden Effekten für Preußen; d. h. etwa ein Viertel des berechneten Vermögens hat wahrscheinlich auch in Preußen schon die Form von Papieren angenommen, deren Werth von der Börse festgestellt wird.

<sup>1)</sup> Robert Giffen, Accumulation of capital in the united Kingdom 1875—85 in Vol. LIII (1890) des Journal of the royal stat. society; der gleiche Inhalt in dem Buche von R. Giffen: The growth of capital. London, E. Bells and Sons 1890.

<sup>2)</sup> La France économique 1882, S. 438. Giffen a. a. O., S. 28.

<sup>3)</sup> In Schmoller, Jahrbuch für Gesetzgebung u. XI, 3. Heft, S. 13.

<sup>4)</sup> E. Th. von Jnama-Sternegg. Die Ergebnisse der Erbschaftssteuer in Oesterreich in den Jahren 1889 bis 1891 und ihre Bedeutung für die Schätzung des Nationalvermögens, statist. Monatschrift XIX (1893), S. 1 bis 20.

<sup>5)</sup> Königreich Württemberg 1884, II, erste Abthl., S. 865 ff.

<sup>6)</sup> Haus der Abg., 17. Regisler., V. Session 1892/93, Drucksachen Nr. 7, Entwurf eines Ergänzungsteuergesetzes S. 49, Anlage zur Begründung: Schätzung des nach dem Entwurf eines Ergänzungsteuergesetzes in Preußen steuerbaren Privatvermögens und des zu erwartenden Steuerertrages.



Eine andere statistische Ueberlegung, die auf sehr zuverlässiger Zahlengrundlage sich aufbaut, kann die eben vorgetragenen Annahmen bestätigen. In Württemberg schwankte 1890 bis 1892 das kapitalsteuerpflichtige Renteneinkommen zwischen 89 und 94 Millionen<sup>1)</sup> Mark auf eine Bevölkerung von 2 Millionen Menschen. Nehmen wir, was gewiß zulässig ist, an, Preußen und Deutschland habe eine ähnliche Summe von Kapitalrenteneinkommen, so wären das, wenn wir für 2 Millionen Menschen 90 Millionen Renten rechnen, für Preußen 1350, für das Reich 2 250 Millionen Mark Rente, für Preußen etwa 27 bis 33 Milliarden, für das Reich 45 bis 56 Milliarden Rentekapital, je nachdem wir mit 20 oder 25 die Rente multiplizieren; das Kapital würde noch viel höher, wenn wir entsprechend einem Zinsfuß von  $3\frac{1}{2}\%$  mit 28,5 multiplizierten. Welcher Theil hiervon in Effekten bestehe, ist natürlich mit diesen Zahlen nicht gesagt. Ein erheblicher ist es jedenfalls. Wenn das gesammte deutsche Volksvermögen auf 175 Milliarden geschätzt wird, so wären von 50 Milliarden ausgeliehenem Kapital vielleicht 30 als Effektenbesitz anzunehmen, also nicht ganz so viel Prozente wie in England, aber doch schon ein erheblicher Theil: nämlich  $17\%$ , während vor ein bis zwei Menschenalter vielleicht 4 bis  $5\%$  diese Form hatten. Im Laufe eines weiteren Menschenalters werden es wohl auch bei uns 40 bis  $50\%$  sein und in dem Maße, als dieser Prozeß sich fortsetzt, wird die richtige Preisbildung dieser Werthpapiere wichtiger.

Die ganze Tendenz unseres Wirtschafts- und Rechtslebens geht dahin, immer weitere Kreise des Erwerbslebens unter diese Formen zu bringen, immer größere Theile des vorhandenen Kapitals durch diese Formen beweglicher zu machen. Die Antheile der Genossenschaftler nähern sich heute schon viel mehr als vor 30 Jahren der Aktie, selbst für das Sparkassenbuch gilt der vorzeigende Inhaber als legitimirt. Bis in die untersten Kreise dringt der Besitz von kleinen Obligationen. Das Lösungswort Napoleons III. »die Rente muß demokratisirt werden«, ist in Frankreich zu einer gewissen Wahrheit geworden. Und Aehnliches vollzieht sich bei uns.

Ueber die Zahl der Personen, die Effekten besitzen, haben wir keine Statistik in Deutschland. Aber einige der deutschen Mittelstaaten haben Kapitalrentensteuern, welche uns darüber Auskunft geben, wie groß die Zahl der Personen sei, die von ausgeliehenem Kapital oder von Aktien z. eine steuerpflichtige Rente beziehen. Und sie wird kaum viel größer sein, als die eben erwähnte Klasse der Effektenbesitzer; denn die meisten, welche heute Kapitalrentensteuern zahlen, haben auch das eine oder andere Papier, das an der Börse gehandelt wird. Es kommt dazu, daß die Zahlen, die wir darüber mittheilen können, wenigstens für gewisse Personenkategorien, nicht die Gesamtheit der Rentenbezieher, sondern nur die steuerpflichtigen Personen umfassen, deren Kapitalrente eine gewisse Höhe erreicht, die also deshalb wahrscheinlich auch irgend eine staatliche oder kommunale Obligation, irgend einen Pfandbrief, eine Aktie besitzen. In Württemberg waren Wittwen, Minderjährige, Gebrechliche bis 1887 frei, wenn sie unter 350 Mark, seither, wenn sie unter 500 Mark Rente bezogen. Das waren 1886 30 428, 1889 37 185 Personen; außerdem sind die Kapitalanlagen des Staates, der Gemeinden, der Stiftungen, der Sparkassen und anderer Wohlthätigkeitsanstalten, der Krankenkassen, Unfall- und Berufsgenossenschaften, der gegenseitigen Versicherungsanstalten ohne Begrenzung frei. Und ähnlich ist es in den anderen Staaten, wenn auch die Grenzen nicht ganz dieselben sind. Es waren nun kapitalrentensteuerpflichtige Personen vorhanden<sup>2)</sup>:

	in Württemberg.			in Bayern.			in Baden.		
	Bei einer Bevölkerung von	Kapitalrentensteuerpflichtige Personen	Letztere % der Bevölkerung	Bei einer Bevölkerung von	Kapitalrentensteuerpflichtige Personen	Letztere % der Bevölkerung	Bei einer Bevölkerung von	Kapitalrentensteuerpflichtige Personen	Letztere % der Bevölkerung
1886 .....	1 885 198	105 763	5,61	—	—	—	1 426 218	36 356	2,55
1875 .....	1 881 505	124 948	6,64	5 022 425	139 566	2,77	1 507 156	38 241	2,54
1885 .....	1 995 168	140 314	7,03	5 420 199	206 155	3,80	1 601 255	50 321	3,14
1890 .....	2 035 443	132 220 <sup>3)</sup>	6,49	5 580 382	223 015	3,99	1 656 817	55 633	3,35

<sup>1)</sup> Nach direkter Mittheilung des Königl. württembergischen Finanzministeriums.

<sup>2)</sup> Die Urzahlen sind von den betreffenden Finanzstellen mir gütigst mitgetheilt.

<sup>3)</sup> Die Abnahme ist Folge der Erhöhung der Steuerfreiheit der Wittwen z. bis 500 Mark; einschließlich der 37 185 Personen machen die Renten beziehenden zusammen 169 405 oder  $8,32\%$  der Bevölkerung aus.



Die Deutung dieser nach vielen Richtungen hin interessanten Zahlen ist nun nicht einfach und nicht ganz leicht. Die Differenz der Prozente zwischen den verschiedenen Staaten geht sicher theilweise darauf zurück, daß die Gesetzgebung nicht ganz übereinstimmt; sie kann theilweise erklärt werden durch die verschiedene Höhe des Wohlstandes und die verschiedene Schichtung der sozialen Klassen, durch die verschiedene Vermögensvertheilung. Sie kann aber auch dadurch erklärt werden und wird zu einem gewissen Theil so erklärt werden müssen, daß nicht gleiche Theile des Vermögensbesitzes in den drei Ländern schon die Form von kreditmäßig ausgeliehenem und rententragendem Kapital angenommen haben. In Bayern ist sicher die Kreditwirthschaft weniger ausgebildet, als in Württemberg und Baden; es ist also wohl denkbar, daß es dort ebenso viele wohlhabende Leute gebe, aber etwas weniger solche, die ihr Vermögen in rententragendem Kapital angelegt haben.

Wie dem aber im Einzelnen sei, eine erhebliche prozentuale Zunahme der Personen, welche Kapitalrente beziehen, ist in allen drei Staaten zu konstatiren. Und als Durchschnitt können wir sagen, 4 bis 6,5 % der Bevölkerung dieser Staaten zahlt Kapitalrentensteuer; mit den befreiten Personen werden 5 bis 7 % Kapitalrente beziehen. Und wenn wir dieses Verhältniß auf ganz Deutschland übertragen, wogegen erhebliche Bedenken nicht werden erhoben werden können, so kommen auf die 49,4 Millionen Deutschen, auf die 10 bis 11 Millionen Familien Deutschlands wahrscheinlich  $2\frac{1}{2}$  bis 4 Millionen Personen, die Kapitalrente beziehen, und von diesen werden sicher die Hälfte oder Dreiviertel, vielleicht noch mehr irgend welche Effekten besitzen. Wenn wir uns erinnern, daß es in Deutschland etwa 4,4 Millionen Personen giebt, die landwirthschaftlichen Grund und Boden als Eigenthum besitzen, und etwa 10 Millionen, die ein Sparkassenbuch ihr eigen nennen, so sind  $2\frac{1}{2}$  bis 4 Millionen, die, abgesehen von den Sparkassenbüchern, Kapitalrente beziehen,  $1\frac{1}{2}$  bis 2 Millionen, die Effekten besitzen, nicht unglaublich. Für Letztere aber hängt der Werth ihres Besitzes an der Verkäuflichkeit der Papiere, an den Kursen. Und es scheint damit bewiesen, daß ein möglichst vollkommenes Organ für die richtige Bewerthung der Effekten von Vortheil und Bedeutung nicht bloß für einige Millionäre und Börsenleute, sondern für einen großen Theil des Volkes überhaupt ist.

In den richtigen Kursen drückt sich die Anschauung der Sachverständigen und der öffentlichen Meinung über die einzelnen Papiere aus. Durch die Kurse kontrollirt die öffentliche Meinung die gute oder schlechte Verwaltung der Staaten, der Kommunen, der Aktiengesellschaften und anderer großer Institute. Nur das der guten oder schlechten Verwaltung entsprechende Steigen oder Fallen der Kurse kann in weiteren Kreisen über die Kapitalanlagen Aufklärung bringen und kann auf die Verwaltungen den Druck ausüben, ohne den weder die definitive Klarheit über die Lage der Staaten, Korporationen und Institute geschaffen, noch Besserung und Reform in ihnen herbeigeführt wird.

Will man die Börse im Ganzen richtig beurtheilen, so muß man neben ihren Schattenseiten, diese ihre Funktion im Auge haben und muß ungefähr wissen, welcher Theil der heutigen Volkswirthschaft in seinem Leben und in seiner Werthbildung von ihr bedingt ist.<sup>1)</sup>

## II. Die Emissionsstatistik.

Seit der Kapitalmarkt sich an den großen Börsen konzentrirte, entstand der Wunsch, festzustellen, welche Summe und welche Arten von Werthen jährlich an den Hauptbörsen neu ausgegeben werden. Man wollte erfahren, welche Kapitalsummen so jährlich eine Anlage finden, wie sie sich verhalten zu den vorher vorhandenen derartigen Werthen, aus welchen Bestandtheilen sie sich zusammensetzen; man wollte aus ihnen auf das jährliche Ersparniß der Nation schließen; man wollte den Wechsel von Jahr zu Jahr kennen lernen, die wechselnden Summen in Zusammenhang bringen mit den großen mehrjährigen Perioden des volkswirthschaftlichen Aufschwunges und der rückgängigen Konjunktur.

Aber es liegt in der Natur der Emissionsgeschäfte, daß es äußerst schwierig ist, sie zu fassen. Einzelne Börsenjournalisten begannen ihre regelmäßigen Notizen am Jahreschluß zu summiren und durch Schätzungen zu ergänzen. Das Resultat hat natürlich je nach den hierbei thätigen Persönlichkeiten sehr verschiedenen Werth. Von einer vollständigen Genauigkeit und Sicherheit der so gewonnenen Zahlen kann nicht die Rede sein. Vieles entzieht sich stets der allgemeinen Kenntniß. Welcher Theil großer Anlehen im Inlande oder Auslande in diesem oder den folgenden Jahren untergebracht wurde, wird in der Regel nicht sicher zu sagen sein. Inwieweit es sich um neu erspartes Kapital handelt oder um Werthe, die nur der

<sup>1)</sup> Die Frage, ob und inwiefern gewisse Gepflogenheiten der heutigen Börse, ob die Art der heutigen Spekulationen in Kassa- und Zeitgeschäften, die Uebermacht und Manipulationen einzelner Personen und Firmen die Kurse unter Umständen künstlich beeinflussen könne, steht hier nicht zur Diskussion. Das ist natürlich zuzugeben, und es handelt sich gerade für die Börsenreform darum, derartige Auswüchse zu beseitigen. Und es möge als Material für diese allerdings sehr wichtige Frage besonders auf die Antworten der Sachverständigen zu den Fragen 10 und 13 sowie 19 und 21 des Fragebogens hingewiesen sein. Durch die obige Ausführung wollte ich nur daran erinnern, welche Bedeutung für die ganze Volkswohlfahrt die nothwendige Konzentration der Preisbildung der Effekten an der Börse und eine richtige Preisbildung habe.



Form wegen neu aufgelegt werden, ist häufig auch nicht sicher anzugeben; bei den Anlehen kommen die Konversionen, bei den Aktiengesellschaften die Umwandlungen von Privat- in Aktiengeschäfte in Betracht.

Aber da seit Jahren Georges de Cavelle im *Moniteur des intérêts matériels* für die verschiedenen Kulturstaaten, der englische *«Economist»* für England und W. Christians im *«Deutschen Oekonomist»* für Deutschland solche Zusammenstellungen liefern, da diese Zusammenstellungen in Theorie und Praxis erhebliche Beachtung gefunden haben, so erschien es angezeigt, die wesentlichen Resultate dieser Arbeiten mitzutheilen, wie es unter Seite 199 bis 212 geschehen ist.

Einiges darüber, wie die Angaben des *«Economist»* und des *«Moniteur des intérêts matériels»* entstanden sind, ist an den betreffenden Stellen schon erörtert. Aber es ist nun doch weiter von Interesse, diese Angaben unter einander und mit denen von Christians zu vergleichen, zu sehen, ob und inwieweit diese von ganz verschiedener Seite gemachten Versuche übereinstimmen, zu untersuchen, inwieweit aus den Differenzen und der sonstigen Würdigung der Zahlen darauf zu schließen sei, daß sie der Wahrheit nahe kommen. Es mußte der Versuch gemacht werden, zur Prüfung der Zahlen alles weitere etwa erreichbare Material heranzuziehen.

Indem zunächst der Vorsigende des Ältestenkollegiums der Berliner Kaufmannschaft, Herr Geheimrath Frenzel, sich bereit erklärte, nach den Akten der Börsenregistratur eine Zusammenstellung der an der Berliner Börse von 1882 bis 1892 neu eingeführten, durch das Börsenkommissariat genehmigten Papiere anfertigen zu lassen und nach diesem Vorgange die Frankfurter und Hamburger Börse sich zur gleichen Leistung bereitwillig zeigten, konnte man hoffen, in dieser Weise für die drei wichtigsten Börsen Deutschlands ein ganz zuverlässiges Material zu erhalten. Und die drei unter Seite 1 bis 197 abgedruckten *«Uebersichten»* werden unter allen Umständen als ein sehr werthvoller und zuverlässiger Beitrag zur Geschichte des deutschen Emissionswesens gelten können. Die Fortsetzung und Vervollkommnung derartiger Arbeiten wird die Grundlage einer zukünftigen zuverlässigen Emissionsstatistik bilden können. Zur Prüfung freilich der Zahlen des *Deutschen Oekonomist* und der anderweiten vorhin angeführten Schätzungen zeigten sich diese Uebersichten auch nicht ganz ausreichend. Sie enthalten zunächst nur die auf Grund einer Prüfung der Börsenorgane zur Kursnotiz zugelassenen neuen Papiere, nicht aber alle neu entstandenen Werthe (z. B. nicht die Aktien derjenigen Gesellschaften, welche nicht durch die Börse an den Markt gebracht wurden, ebenso bei weitem nicht alle Pfandbriefe), noch weniger alle im freien Verkehr nach Deutschland gekommenen fremden Werthe; sie enthalten ferner in Bezug auf eine erhebliche Zahl wichtiger Emissionsposten keine Angabe des Betrages<sup>1)</sup>, bei Konversionen keine Angabe des zur Baarsubscription bestimmten, die alte Anleihe summe übersteigenden Betrages, umfassen auch nicht sämtliche deutsche Börsen und geben endlich bei den großen international untergebrachten Anlehen nicht an, was im Inlande blieb, was im Auslande untergebracht ist. Noch viel weniger besagen sie natürlich, welcher Betrag von einheimischen und fremden Effekten gegenwärtig in Deutschland resp. im Eigenthum Deutscher sei; große Posten derart, aus der Zeit vor 1882 stammend, werden vorhanden sein; große Posten derart ursprünglich in Deutschland befindlicher Papiere sind ins Ausland gegangen, wie andere hereingekommen sind.

Die Besteuerung der neu ausgegebenen Effekten, wie sie in Deutschland seit den Reichsgesetzen vom 1. Juli 1881 und 29. Mai 1885 üblich ist, wurde bisher weder überhaupt statistisch näher ausgebeutet, noch speziell irgendwie dazu benutzt, festzustellen, welche Emissionen die betreffenden jährlichen Steuerergebnisse andeuten. Es erschien daher wünschenswerth, wenigstens die derzeit beschaffbaren Gesamtergebnisse der Börsensteuer in einer Uebersicht (S. 295 bis 301), wie solche nebst den Bemerkungen dazu vom Gerichts-Assessor Eschenbach angefertigt worden ist, hier mit abzudrucken und zu versuchen, ob mit diesen Steuerzahlen an eine kritische Prüfung der Emissionschätzungen herantreten werden könne.

Außerdem wurde noch der Versuch gemacht, aus den Abstempelungsbelegen der drei Hauptsteuerämter Berlin, Frankfurt und Hamburg eine Uebersicht über die auswärtigen in Deutschland gebliebenen fremden Effekten zu gewinnen, wie das die gleichfalls vom Assessor Eschenbach entworfenen Tabellen A und B (S. 272 bis 294) und die Bemerkungen desselben dazu (S. 269 bis 271) des Näheren zeigen. Doch konnte man dabei nicht ganz gleichmäßig verfahren. Für Berlin war die Emissionsübersicht bereits fertig, als die Kommission den Beschluß faßte. Da diese Berliner Uebersicht zugleich die hauptsächlichsten an der Frankfurter Börse seit 1882 eingeführten ausländischen Werthpapiere mitenthält, so theilte man dieselbe durch den Herrn Finanzminister den beiden Hauptsteuerämtern von Berlin und Frankfurt mit dem Ersuchen mit, für jedes emittirte auswärtige Effect den Nominalbetrag der von diesem Effect 1882 bis 1892 abgestempelten Stücke

<sup>1)</sup> Der letztere Umstand ist wohl dadurch erklärlich, daß es sich entweder

I. um Emissionen auf Grund von Konversionen handelt und also die Börsenbehörden nicht wissen konnten, in welcher Höhe das Publikum von der Konversion Gebrauch machen werde,  
oder

II. um Pfandbriefe handelt, welche nicht auf einmal, sondern nach und nach, je nachdem die Grundbesitzer sich an die Hypothekeninstitute wenden würden, zur Emission kommen sollten.



beizusetzen. Man hoffte so und im Ganzen mit Recht zu erfahren, welcher Theil dieser internationalen Papiere zunächst wenigstens in Deutschland geblieben sei, da sie sonst nicht den deutschen Stempel gesucht hätten. Für Hamburg konnte man nicht so verfahren, da die dortige Emissionsstatistik noch nicht fertig war, als man das Ersuchen um statistische Ausnutzung der Stempelbelege stellte und eine Nachweisung auf Grund der Berliner Uebersicht für Hamburg nicht genügt haben würde. So kam es, daß das Hamburger Hauptsteueramt einen Nachweis aller bei ihm (seit 1885 freilich erst) abgestempelten fremden Papiere lieferte. Für die in der Hamburger Emissionsstatistik enthaltenen Effekten wurden dann nachträglich die als abgestempelt nachgewiesenen Beträge in die Tabelle A, entsprechend den Nachweisen von Berlin und Frankfurt, eingefügt. Und diese Tabelle enthält nun für alle drei deutschen Hauptbörsen dasselbe: den Nachweis, wie viel von den fremden Papieren, die auf Grund einer besonderen Zulassung durch das betreffende Börsenkommissariat neu in Deutschland eingeführt wurden, auch abgestempelt wurden. Die Tabelle B enthält für Hamburg allein die übrigen dort 1885 bis 1892 abgestempelten fremden Papiere, soweit sie nicht schon in A nachgewiesen sind. Der Zufall, der so für Hamburg uns ein Plus an statistischer Kenntniß verschaffte, erwies sich als sehr werthvoll, wie wir weiterhin sehen werden. Das Gleiche nachträglich auch für Berlin und Frankfurt zu beschaffen, erschien nicht mehr möglich, ohne den Abschluß der statistischen Arbeiten nochmal auf Monate zu verzögern und den beiden Hauptsteuerämtern nochmal eine allzugroße Geschäftslast aufzubürden.<sup>1)</sup>

Als letztes Hilfsmittel, um bestimmte Theile der Emissionschätzungen kritisch zu prüfen, bot sich eine der Kommission auf ihren Wunsch überlassene private wissenschaftliche Arbeit des inzwischen verstorbenen Oberlandesgerichtsraths Theodor Hergenhan über die Ergebnisse der Statistik der Aktiengesellschaften von 1882 bis 1892, welche, auch sonst von erheblichem Werthe, in unserem statistischen Bande unter Seite 216 bis 265 aufgenommen worden ist.

Sehen wir nach diesen Vorbemerkungen zu einer kritischen Prüfung und Vergleichung unserer Materialien über, so zeigt schon der oberflächlichste Blick auf dieselben, daß sie unter einander soweit differiren, daß ihre Glaubwürdigkeit als sehr fraglich erscheint. Ebenso deutlich tritt aber ein zweites uns als Resultat entgegen: nämlich daß die Unterschiede von Jahr zu Jahr doch in den verschiedenen Zusammenstellungen meist ähnliche Kurven beschreiben, was darauf hindeutet, daß sie Jahr für Jahr nach gleichen Grundsätzen gemacht zwar nicht ein absolut aber ein relativ richtiges Abbild der wirklichen Emissionsthätigkeit geben.

Ich beginne mit einigen Worten über die englischen Emissionszahlen des Economist, welche Seite 199/200 mitgetheilt und von Assessor Eschenbach besprochen sind. Sie sind von ihm als wahrscheinlich wesentlich zu hoch bezeichnet. Ich glaube dies auch und werde die Gründe dafür anführen, bin aber in Bezug auf dieses Urtheil doch wieder etwas zweifelhaft geworden durch die Zahlen über auswärtige im vereinigten Königreich untergebrachte Papiere, die R. Giffen mittheilt und die ich deshalb für zuverlässig halte. Sie lauten in Millionen £ folgendermaßen:

Tabelle I.

Fremde im vereinigten Königreich aufgebrachte Anlehen:				
	Staats-, Municipal- und Eisenbahn- anlehen.	Verschiedene Compagnien.	Minen- Compagnien.	Zusammen.
	Mill. £	Mill. £	Mill. £	
1876 .....	25,6	—	—	25,6
1877 .....	18,7	1,7	—	20,4
1878 .....	25,9	0,7	—	26,6
1879 .....	23,0	4,0	—	27,0
1880 .....	29,8	3,9	7,0	40,7
1881 .....	44,0	13,5	11,0	68,5
1882 .....	45,1	17,1	2,6	64,8
1883 .....	48,7	15,0	2,5	66,2
1884 .....	48,8	12,2	3,8	64,8
1885 .....	51,6	3,5	2,2	57,3
	361,2	71,6	29,1	461,9

<sup>1)</sup> Ueber den zur Erlangung der hier fraglichen Materialien eingeschlagenen Weg vergl. des Näheren die Ausführungen auf S. 269.



Wenn nun der Economist (vergl. S. 199) als gesammte Emission des vereinigten Königreichs berechnet:

1883 .....	145,5 Mill. £.
1884 .....	109,0 » »
1885 .....	77,9 » »

so erscheinen diese Zahlen an sich nicht zu hoch, wenn die auswärtigen Werthe hiervon 66,7, 64,8 und 57,3 Mill. ausmachten. Zu einem freilich wesentlich anderen Urtheil giebt die Vergleichung der Emissionszahlen des Economist mit den von Laveleye vorgenommenen Schätzungen Anlaß. Dabei schließt Laveleye die englischen Kolonien ausdrücklich ein. In Millionen Mark geben die Emissionen des vereinigten Königreichs an:

Tabelle II.

	Laveleye im Moniteur des intérêts matériels.	der Economist.
1883 .....	657	2 910
1884 .....	988	2 180
1885 .....	1 210	1 559
1886 .....	1 677	2 021
1887 .....	887	1 961
1888 .....	1 738	3 202
1889 .....	2 185	3 788
1890 .....	1 510	2 851
1891 .....	1 156	2 091
1892 .....	833	1 622.

Es ist zunächst eine scheinbar unbegreifliche Verschiedenheit. Ein erheblicher Theil hiervon schwindet aber, wenn wir bedenken, daß Laveleye die in England aufgebrauchten, aber für Portugal, Vereinigte Staaten, Südamerika zc. bestimmten Anlehen nicht unter England, sondern unter diesen Staaten auführt. Doch glaube ich nicht, daß das allein die Verschiedenheit erklärt. Nach der Kritik Eschenbachs scheint es, daß der englische Economist bei seinen Zusammenstellungen stets die vollen Nominalsummen einsetzt, ob nun im betreffenden Jahre nur 5% auf das Kapital eingezahlt sind oder der ganze Betrag. Es ist sehr wohl möglich, daß er auch von den großen international untergebrachten Papieren den ganzen Betrag einsetzt. Wir werden unten noch sehen, daß dadurch leicht eine Steigerung der Emissionszahlen auf das zwei- bis vierfache herbeigeführt wird. Es müßten, wenn das stets geschehen wäre, freilich die Zahlen eigentlich noch höher sein. Jedenfalls müssen wir den Zahlen des Economist gegenüber mit berechtigten Zweifeln abschließen; wir müssen dieselben ganz bei Seite lassen und wollen zunächst nur festhalten, daß die Laveleye'schen Schätzungen uns hiernach jedenfalls als die mit größerer Vorsicht gemachten erscheinen.

Daß sie aber wahrscheinlich zu niedrige im Ganzen seien, zu diesem Schlusse werden wir gedrängt, wenn wir sie mit denen des deutschen Oekonomisten von Christians vergleichen, die wir, wie sich weiterhin zeigen wird, jedenfalls nicht Ursache haben, für zu hoch zu halten. Vergleichen wir die Emissionszahlen Laveleyes für Deutschland mit denen von Christians, die sich auf deutsche Papiere und ihren Nominalwerth (ohne die Anlagen in auswärtigen Werthen) beziehen, so haben wir für 1883—1892 in Mill. Mark folgendes Ergebnis:

Tabelle III.

	Christians.	Laveleye.
1883 .....	442	145
1884 .....	370	70
1885 .....	387	110
1886 .....	525	170
1887 .....	571	342
1888 .....	1 249	195
1889 .....	1 018	715
1890 .....	1 090	966
1891 .....	1 033	818
1892 .....	832	480.

Die Differenzen sind bis 1889 ganz außerordentlich große; in den drei Jahren 1889—91 nähern sich die Zahlen wenigstens; 1892 sinkt die Schätzung Laveleyes wieder auf die Hälfte. Man ist versucht zu fragen, ob überhaupt beide Statistiker wirklich dabei dasselbe Objekt fassen wollten. Und doch scheint es so, da wir bei Christians nur seine Schätzung der deutschen Werthpapiere herangezogen haben. Es fragt sich, ob wir bei größerer Spezialisirung der Angaben einen besseren Einblick in die Ursachen der Verschiedenheit



erhalten. Für die Jahre 1887—92 geben beide als Emission deutscher Staats- und Kommunalanlehen in Deutschland folgende Beträge von Millionen Mark an:

Tabelle IV.

	Christians.	Laveleye.
1887 .....	222	191
1888 .....	701	48
1889 .....	245	203
1890 .....	502	447
1891 .....	599	552
1892 .....	425	427

Auch hier ist der Unterschied 1887 und 1888 unbegreiflich, während in den folgenden Jahren beide Gewährsmänner sich nähern. Auf die Emissionsangaben beider bezüglich des deutschen Aktien-Eisenbahn- u. c. Kredits komme ich in Zusammenhang mit der folgenden Tabelle zurück.

Für die Aufgabe nun, uns möglichst klar über den Werth der Christians'schen Zahlen zu werden, haben wir zunächst das außerhalb der Emissionsstatistik liegende Hilfsmittel, die Vergleichung seiner Aktienstatistik mit der Hergenhahn's. Beide sind ganz selbständig auf Grund desselben umfangreichen Urmaterials, der Veröffentlichungen im Central-Handels-Register des Reichsanzeigers gearbeitet. Diese Veröffentlichungen sind, wie es scheint, nicht ganz vollständig; insofern können auch die beiden statistischen Summirungen nicht ganz der Wirklichkeit entsprechen. Jedenfalls aber ist, wenn sie ganz oder annähernd übereinstimmen, eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür vorhanden, daß Beide die nöthige Genauigkeit angewandt haben. In der Aktienstatistik für die Jahre 1871 bis 1883 benutzen Beide dieselben früheren statistischen Arbeiten aus den Motiven zum Aktiengesetz von 1884; sie geben für diese Zeit dieselben in der folgenden Tabelle nicht wiederholten Zahlen. Ich füge nur die Zahlen für 1883 und 1884 bei, da ich von diesen Jahren an in die Spalten 8 bis 12 einige andere Zahlen von Christians, respektive solche, die nach ihm berechnet sind, fügen kann, welche den Zweck haben, sachlich die Börsenemissionen auf dem entsprechenden Gebiete mit der Statistik des Aktienkapitals zu vergleichen. Daran schließen sich Spalte 13 die entsprechenden eben schon erwähnten Laveleye'schen Zahlen für Deutschland.

Tabelle V.

Aktiengesellschaftsstatistik nach Hergenhahn (S. 259).				Aktiengesellschaftsstatistik nach Christians (S. 267).			Nach Christians (S. 212) sind für Aktien deutscher Banken und Industrie- gesellschaften im Jahre durch die Börse emittirt	Nach Christians (S. 210—212) sind an Aktien und Obligationen für Banken, Eisen- bahn-, Versicherungs- und Industriege- sellschaften durch die Börse emittirt				Nach Laveleye (S. 204 ff.) sind in Deutschland emittirt für Finanz- institute, Banken, Eisenbahnen und industrielle Gesellschaften
Zahl der gegründeten Aktien- gesell- schaften.	Aktien- kapital zusammen	Durch- schnittlich auf eine Gesell- schaft		Zahl der gegründeten Aktien- gesell- schaften.	Aktien- kapital zusammen	Durch- schnittlich auf eine Gesell- schaft		deutsche	aus- ländische	zusammen	Sp. 9—11 zusammen unter Einrechnung der Pfandbriefe des In- und Auslandes	
1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.
1883 ...	192	176,03	0,92	192	176,03	0,92	59,8	149,09	136,46	285,55	492,13	—
1884 ...	133	98,09	0,73	153	111,24	0,72	27,5	88,11	146,11	234,22	435,93	—
bis zum In- krafttreten des Aktiengesetzes.	20	13,15	0,65									
1884 ... von der Geltung des Gesetzes vom 18./7. 84.												
1885 ...	74	57,70	0,77	70	53,47	0,76	48,7	91,22	411,46	502,68	663,59	—
1886 ...	108	109,45	1,01	113	103,94	0,92	65,8	91,12	236,34	327,46	647,36	—
1887 ...	148	153,65	1,03	168	128,41	0,76	98,8	134,96	219,05	354,01	654,08	150,84
1888 ...	200	204,80	1,02	184	193,68	1,05	192,2	223,55	199,57	423,12	777,66	146,88
1889 ...	359	399,49	1,11	360	402,54	1,12	336,7	366,25	512,76	879,01	1 289,26	511,88
1890 ...	225	254,26	1,13	236	270,99	1,16	231,7	296,11	158,43	454,54	746,94	519,03
1891 ...	165	90,24	0,54	160	90,24	1,56	57,9	91,94	88,32	180,26	528,07	266,46
1892 ...	126	81,57	0,64	127	79,82	0,63	14,9	36,50	110,68	147,18	522,00	53,19



Die Spalten 2 bis 7 zeigen eine sehr weitgehende Uebereinstimmung zwischen Bergenbahn und Christians, sprechen also zu Gunsten Beider. Die Vergleichung des jährlich zu Aktiengründungen verwendeten Kapitals mit dem an den Börsen emittirten Aktienkapital für Banken und Industriegesellschaften (Spalte 8) zeigt durch das Zurückbleiben des letzteren hinter dem ersteren, wie auch heute noch ein gewisser Theil der Aktiengesellschaften ohne die Hebammendienste der Börse zum Leben gelangt. Freilich sind in der Spalte 8 nur die zwei Hauptarten der an der Börse emittirten Aktiengesellschaften zusammengefaßt, während in Spalte 9 neben dem börsemäßig emittirten deutschen Aktien- das dazu gehörige Obligationenkapital verzeichnet ist. Diese Spalte 9 wird ohne Zweifel am ehesten mit den Angaben Laveleyes in Spalte 13 sich vergleichen lassen; in dieser ist zusammengefaßt, was Laveleye als deutsche Emission für Finanzinstitute, Banken, Eisenbahnen und industrielle Gesellschaften bezeichnet — d. h. alles außer den Staats- und Kommunalanlehen. Da hierunter auch die Pfandbriefe stecken, so ist freilich auch diese Vergleichung keine ganz richtige; es erklärt sich wahrscheinlich hieraus, daß die an sich sonst so viel niedrigeren Zahlen Laveleyes von 1889 bis 1892 höher sind, als die Christians'. Im Ganzen aber ist einfach zu konstatiren, daß in dieser Spezialität eine Vergleichung der Christians'schen und Laveleye'schen Zahlen ausgeschlossen ist.

Eine weitere Prüfung der Christians'schen Statistik kann nun stattfinden, indem wir seine Emissionszahlen mit den Ergebnissen des Emissionsstempels vergleichen. Die statistischen Angaben der Finanzbehörden über die Stempelleinnahme Deutschlands im Ganzen (S. 300/301) zeigen uns zwar nicht, welche Summen aus dem Stempel der in- und ausländischen Aktien mit 5 vom 1000, aus dem der in- und ausländischen Schulverschreibungen mit 2 vom 1000 und aus dem der inländischen Kommunalanlehen mit 1 vom 1000 hervorgingen, noch weniger, welche Summen als Staats- und Reichsanlehen stempelfrei waren. Sie liegen uns auch nicht für das Kalenderjahr vor, sondern für das Finanzjahr vom 1. April bis 31. März. Aber eine gewisse rohe Vergleichung ist doch möglich.

Ich stelle zunächst in Tabelle VI die Jahresemissionen, wie sie von Christians berechnet sind, neben den Emissionsstempel des betreffenden Etatsjahres und berechne in Spalte 7, in welchem Verhältniß dieser zu den Gesamtmissionen stehe.

Tabelle VI.

J a h r	Deutsche Emissionen nach Christians.			Emissionsstempel		Diese Zahlen sind ‰ der vorhergehenden Spalte.
	Millionen Mark Nominalbetrag			im Etatsjahre	Millionen Mark	
	Deutsche Papiere	Ausländische	zusammen			
1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
				1881/82 .....	2,3	
				1882/83 .....	2,5	
1883 .....	442,0	339,3	781,3	1883/84 .....	3,8	4,8
1884 .....	370,0	620,8	990,8	1884/85 .....	4,5	4,5
1885 .....	387,7	586,3	974,0	1885/86 .....	3,7	3,8
1886 .....	525,3	536,4	1 061,7	1886/87 .....	4,0	3,7
1887 .....	571,9	443,5	1 051,4	1887/88 .....	4,0	3,8
1888 .....	1 249,3	739,0	1 988,3	1888/89 .....	6,8	3,4
1889 .....	1 018,4	749,7	1 768,1	1889/90 .....	7,7	4,4
1890 .....	1 090,8	422,1	1 512,9	1890/91 .....	4,3	2,8
1891 .....	1 033,5	278,2	1 311,7	1891/92 .....	3,8	2,9
1892 .....	832,1	218,8	1 050,9	1892/93 .....	2,5	2,4

Das Ergebnis ist, daß der gezahlte Stempel von sämtlichen stempelpflichtigen Papieren im Durchschnitt 2,4 bis 4,8 ‰ aller durch die Börse ausgegebenen, respektive von Christians als solcher ver-



zeichneten Werthe betrug, was an sich den Verhältnissen wohl entsprechen kann. Ich habe dann in Tabelle VII die Christians'schen Emissionszahlen entsprechend den drei verschiedenen Stempelfäßen gruppiert, jedesmal berechnet, welchen Stempelbetrag die Emissionszahlen ergeben, und zuletzt die drei Gruppen summiert und sie mit dem wirklich gezahlten Emissionsstempel verglichen:

Tabelle VII.

	a.		b.		c.				
	In- und ausländische Aktien. Nominalbetrag in Millionen Mark.	Giebt Stempel à 5 ‰ Millionen Mark.	In- und aus- ländische Schuld- verschreibungen. Nominalbetrag in Millionen Mark. (Inländische Industrie- Obligationen, aus- ländische Staatsanleihen, Kommunalanleihen, Pfandbriefe, Eisenbahn- Obligationen, Industrie- Obligationen.)	Giebt Stempel à 2 ‰ Millionen Mark.	Inländische Schuld- verschreibungen von Kommunen. Nominalbetrag in Millionen Mark. (Kommunalanleihen, Pfandbriefe, Eisenbahn- Obligationen.)	Giebt Stempel à 1 ‰ Millionen Mark.	Summe a. b. c.	Summe des berechneten Stempels Millionen Mark.	Summe des wirklich gezahlten Stempels Millionen Mark.
1883	140,96	0,70	347,35	0,70	250,47	0,25	738,78	1,65	3,8
1884	105,19	0,53	597,66	1,20	241,76	0,24	944,61	1,97	4,5
1885	103,77	0,52	564,48	1,13	225,42	0,23	893,67	1,88	3,7
1886	104,23	0,52	518,68	1,04	361,16	0,36	984,07	1,92	4,0
1887	109,54	0,55	464,97	0,93	284,94	0,28	859,45	1,76	4,0
1888	260,55	1,30	699,01	1,40	358,03	0,36	1317,59	3,06	6,8
1889	396,85	1,98	714,42	1,43	426,30	0,43	1540,57	3,84	7,7
1890	256,00	1,28	454,24	0,91	360,15	0,36	1070,39	2,55	4,3
1891	75,69	0,38	294,54	0,59	429,47	0,43	799,70	1,40	3,8
1892	23,71	0,12	227,88	0,46	429,82	0,43	681,41	1,01	2,5

Wir erhalten hier das überraschende Resultat, daß der gezahlte Stempel fast durchaus noch ein Mal so hoch ist, als der, welcher hätte gezahlt werden müssen, wenn nur die von Christians verzeichneten Emissionen in Anrechnung gekommen wären. Wie ist das zu erklären? Doch wohl nicht dadurch, daß die Christians'schen Zahlen etwa nur die Hälfte der deutschen Emissionen enthielten. Sie mögen mäßige Schätzungen darstellen; aber so weit bleiben sie sicher nicht hinter der Wirklichkeit zurück, daß dadurch diese Differenz erklärt wird. Nein! Die Sache ist anders und einfach zu erklären. Außer den neuen durch die Börsen emittirten Werthe entstehen solche ohne die Börsen und es kommen aus dem freien Verkehr große Beträge fremder Papiere nach Deutschland, die in Privatbesitz übergehend abgestempelt werden. Die Hamburger Emissionsstatistik weist, wie wir unten sehen werden, 1880 bis 1892 129 Arten von Anlehen auf, deren Gesamtnominalbetrag 1870 Millionen Mark betrug, von welchen aber 1885 bis 1892 nur 349 Millionen mit dem deutschen Stempel versehen wurden, also wohl in Deutschland blieben (Tabelle A S. 272 ff.). Aber daneben kamen durch den freien Verkehr (wie Tabelle B S. 283 ff. zeigt) 529 andere Arten fremder Papiere nach Hamburg, von welchen ein Nominalbetrag von 208 Millionen Mark in derselben Zeit abgestempelt wurde. Rechnet man dazu noch die inländischen neuen ohne Börse emittirten Werthe, so ist schon begreiflich, daß in Tabelle VII der wirklich gezahlte Stempel so viel höher ist, als der den Emissionen entsprechende. Es ist dadurch zugleich bewiesen, daß eine jährliche Emissionsstatistik nicht die gesamten neuen Effekten umfaßt.

Am wichtigsten nun aber für die Prüfung der Christians'schen Emissionschätzungen ist ihre Vergleichung mit den Ergebnissen der »Uebersichten« der Emissionen von Berlin, Frankfurt und Hamburg von 1882 bis 1892, wie sie von den Börsenorganen selbst aufgestellt wurden. Es sind zunächst in Tabelle VIII



die inländischen Papiere zusammengefaßt, bei welchen freilich die unten in der Anmerkung <sup>1)</sup> genannten Papiere fehlen, da für sie keine Zahlenangaben gemacht sind. Die Gesamtzahlen sind so natürlich zu niedrig. Aber es bleibt von Interesse zu erfahren, wie die vorhandenen Angaben sich summirt und nach Jahren und Hauptgattungen der Papiere ausnehmen.

<sup>1)</sup> Bei folgenden Werthpapieren ist der Nominalbetrag in der Emissionsstatistik nicht angegeben (vergl. die Anmerkung S. XII):

- Berlin. I.** 1882. Württembergische 4% Staats-Anleihe.  
Schleswig-Holsteinsche 4% landschaftliche Kreditverein-Pfandbriefe.  
Elberfelder 4% konvertirte Stadt-Obligationen.  
Berliner 3 1/2% Pfandbriefe.
1883. Westpreussische 4% ritterchaftliche Pfandbriefe Serie II.
1885. Preussische 3 1/2% landschaftliche Central-Pfandbriefe.  
Preussische 3 1/2% konsolidirte Staats-Anleihe.  
Schlesische 2 1/2% neulandschaftliche Pfandbriefe.  
Posener 3 1/2% landschaftliche Kreditverein-Pfandbriefe.
1886. Westfälische 3 1/2% landschaftliche Pfandbriefe.  
Pommersche 3 1/2% landschaftliche Pfandbriefe.  
Ostpreussische 3 1/2% landschaftliche Pfandbriefe.  
Preussische 3% landschaftliche Central-Pfandbriefe.
1887. Schleswig-Holsteinsche 3 1/2% landschaftliche Kreditverein-Pfandbriefe.
1888. Elberfelder 3 1/2% konvertirte Stadt-Anleihe.  
Schlesische 3 1/2% neue Pfandbriefe Lit. D.
1889. Berliner 3 1/2% abgestempelte Stadt-Anleihe.  
Ostpreussische 3 1/2% Provinzial-Anleihe.  
Erfelder 3 1/2% abgestempelte Stadt-Anleihe.
1890. Sächsische 3 1/2% Staats-Anleihe.
1891. Pommersche 3 1/2% Landkredit-Pfandbriefe.
1892. Brandenburgische 3 1/2% Rentenbriefe.  
Ost- und Westpreussische 3 1/2% Rentenbriefe.  
Rheinisch-Westfälische 3 1/2% Rentenbriefe.
- III.** 1884. Deutsche Grundkreditbank zu Gotha 3 1/2% konvert. Pfandbr. (I bis V) mit Zinsherabsetzungsentschädigung.  
1886. Deutsche Hypothekendarlehenbank Aktien-Gesellschaft (Berlin), konvertirte 4% Pfandbriefe.  
Norddeutsche Grundkreditbank konvertirte 4% Pfandbriefe.  
Preussische Hypothekendarlehenbank 3 1/2% Pfandbriefe.
1889. Deutsche Grundkreditbank zu Gotha, abgestempelte 3 1/2% Pfandbriefe.
1891. Preussische Central-Bodenkredit-Aktien-Gesellschaft 3 1/2% Central-Kommunal-Obligationen von 1891.  
Pommersche Hypothekendarlehenbank 4% Hypothekendarlehenbriefe, V. und VI. Emission.
- VII.** 1882. Mainz-Ludwigshafener Eisenbahn 4% konvertirte Prioritäts-Obligationen von 1868/69.
- XII. d.** 1889. »Bazar«, Aktien-Gesellschaft-Genußscheine.  
1890. Vereinigte Deutsche Petroleumwerke, konvertirte Aktien.
- XIII.** 1887. Bochumer Verein für Bergbau und Gußstahlfabrik 4% Obligationen.
- Frankfurt a. M. I.** 1885. Elsaß-Lothringische 3% Rente.
- III.** 1882. Frankfurter Hypothekendarlehenbank 4% Hypothekendarlehen-Anteilscheine.  
1884. Württemberger Kreditverein 4% Obligationen.  
1885. Preussische Hypothekendarlehenbank 4% unkündbare Pfandbriefe, Serie 8 und 10.  
Bayerische Vereinsbank 3 1/2% Pfandbriefe.
1886. Vereinsbank in Nürnberg 3 1/2% Bodenkredit-Obligationen.  
Frankfurter Hypothekendarlehenbank 3 1/2% Pfandbriefe.  
Hamburger Hypothekendarlehenbank 3 1/2% Pfandbriefe.
1888. Rheinische Hypothekendarlehenbank Mannheim 4% Pfandbriefe, Serie 53.  
Württembergische Kreditverein 3 1/2% Pfandbriefe.
1891. Frankfurter Hypothekendarlehenbank 4% Pfandbriefe, Serie XIV.
- VII.** 1883. Hessische Ludwigsbahn 4% Prioritäten.
- IX.** 1882. Deutsche Handelsgesellschaft-Aktien.  
Bayerische Handelsbank in München 4% vollbezahlte Aktien.
- Hamburg. III.** 1892. 3 1/2% Gothaer Pfandbriefe, Serie III und IV, rückzahlbar 110%.  
3 1/2% Gothaer Pfandbriefe, Serie V, rückzahlbar 100%.  
3 1/2% Gothaer Pfandbriefe, Serie VI, rückzahlbar 100%.



Tabelle VIII.

Gesamtübersicht des Nominalbetrages derjenigen inländischen deutschen 1882 bis 1892 emittirten Papiere, welche in den Übersichten der Berliner, Frankfurter und Hamburger Börsen (S. I ff.) enthalten sind, wobei alle doppelt angeführten Posten nur einmal gerechnet, die ohne positive Zahlen aufgeführten weggelassen sind.

J a h r	Deutsche Fonds und Staats- papiere, sowie Obligationen deutscher kolonial- gesellschaften	Pfandbriefe und Schulb. verschreibungen deutscher Hypotheken- banken	Deutsche Eisenbahn- Stamm- und Prioritäts- Aktien	Deutsche Eisenbahn- Prioritäts- Obli- gationen	Bank- Aktien und Obligationen	Vergwerths- und Hütten- Gesellschafts- Aktien	Bau- Gesell- schafts- Aktien	Industrie-Gesellschafts Aktien.				Obligationen industrieller Gesell- schaften	Total- Summe	Gesamt- Nominalbetrag der nach Christians in Deutschland emittirten inländischen Papiere
	Mark.	Mark.	Mark.	Mark.	Mark.	Mark.	Mark.	Brauereien	Maschinen- und Eisenbahn- bedarf- Fabriken	Textil- Unter- nehmungen	Verschiedene	Summe	Mark.	Mark.
1882 . . . . .	15 062 500	33 000 000	7 942 800	—	26 000 000	6 750 000	—	3 630 000	4 000 000	—	12 000 000	19 630 000	13 400 000	121 785 300
1883 . . . . .	43 012 500	60 000 000	18 805 000	—	19 000 100	1 000 200	—	1 000 000	1 000 000	2 500 000	15 500 000	20 000 000	34 100 000	442 078 500
1884 . . . . .	28 270 000	30 016 000	3 000 000	15 216 600	5 000 000	—	8 383 000	600 000	642 000	9 480 000	87 750 000	98 472 000	66 675 000	370 094 000
1885 . . . . .	62 288 000	59 000 000	3 500 000	12 775 700	3 600 000	—	8 250 000	2 000 000	4 900 000	—	47 700 000	54 600 000	23 600 000	387 765 000
1886 . . . . .	67 700 000	176 943 000	6 350 000	5 829 900	35 600 000	38 927 900	11 750 400	8 160 000	13 987 000	—	53 670 000	75 817 000	35 700 000	525 340 000
1887 . . . . .	189 502 100	76 154 000	5 000 000	1 000 000	31 580 800	18 658 000	1 122 000	24 078 000	—	—	27 040 000	51 118 000	30 925 000	571 910 000
1888 . . . . .	123 052 700	115 991 600	—	10 741 000	108 275 400	74 060 200	7 950 000	11 191 500	11 993 000	8 500 000	88 310 000	119 994 500	36 575 000	1 249 373 000
1889 . . . . .	34 590 000	114 718 200	5 350 000	4 700 000	160 845 000	109 835 300	21 489 000	14 090 000	27 994 850	18 550 000	128 324 500	188 959 350	52 907 400	1 018 443 000
1890 . . . . .	512 500 000	104 332 850	1 500 000	8 000 000	288 626 800	73 462 500	6 456 000	5 655 600	9 447 100	5 316 800	79 443 000	99 862 500	51 500 000	1 090 771 000
1891 . . . . .	570 485 500	79 500 000	5 916 000	1 000 000	76 978 400	120 159 200	748 000	7 090 500	1 000 000	—	14 896 200	22 986 700	26 700 000	1 033 414 000
1892 . . . . .	482 261 000	202 000 000	500 000	2 700 000	51 707 400	7 069 200	2 000 000	1 180 000	140 000	600 000	14 908 000	16 828 000	28 920 000	832 133 000
Summe . .	2 128 724 300	1 051 655 650	57 863 800	61 963 200	807 213 900	449 952 500	68 148 400	78 675 600	75 103 950	44 946 800	569 541 700	768 268 050	401 002 400	5 794 792 200
XII.														
XIII.														



Mit einer Ausnahme (1890) bleiben die hier berechneten Summen hinter den Christians'schen Zahlen zurück. Zur Erklärung der Abweichungen ist anzuführen: 1. Der Ausfall der in den Anmerkungen S. XII und XVIII genannten Papiere. 2. Die Pfandbriefe von Hypothekenbanken sind von Christians mit den genauen Summen der in einer besonderen Bankstatistik im »Deutschen Oekonomist« alljährlich ermittelten Zunahmen des Gesamtumlaufs aufgeführt; die »Uebersichten« der drei Börsen dagegen enthalten nur diejenigen Beträge, welche zum Zweck der Herbeiführung der Kursnotiz zum öffentlichen Verkauf gestellt wurden. Auf Grund dieser Prospekte aber dauerte der Verkauf das ganze Jahr hindurch und noch länger, bis wieder eine ganz neue Serie mit neuen Bedingungen ernennt wurde. 3. Bei Anleihekonversionen und Aktienumwandlungen enthalten die »Uebersichten« der Börsen den ganzen Betrag, während Christians nur den Betrag des neu aufgebrachten Kapitals in seine Statistik eingestellt hat. Ueberraschend bleibt, daß nach Christians der große Aufschwung des Emissionsgeschäftes um ein bis zwei Jahre früher eintritt, schon 1888 seinen Höhepunkt (mit 1249 Millionen Mark) erreicht, was mit den Abstempelungen auf Tabelle VII ziemlich übereinstimmt, während er nach den »Uebersichten« erst 1890 (mit 1146 Millionen Mark) eintritt. Im Ganzen aber scheint die Vergleichung doch zu lehren, daß die Christians'schen Schätzungen mit Vorsicht und Sachkenntnis gemacht sind, und daher für mancherlei Zwecke wohl benutzt werden können.

Auf die anderweiten Schlüsse, die aus Tabelle VIII gezogen werden können, kommen wir in anderem Zusammenhang zurück.

Während wir nun aber bezüglich der Tabelle VIII die Empfindung erhalten, daß ihre Zahlen der Wirklichkeit sehr nahe kommen, ist dies bei der folgenden Tabelle IX aus naheliegenden Gründen nicht der Fall. Es handelt sich hier um die Gesamtzahlen der »Uebersichten« von Berlin, Frankfurt und Hamburg, soweit sie die auswärtigen Papiere verzeichnen. Auch hier fehlen in der Summierung einige Posten, weil sie in den Uebersichten ohne Zahlenangaben enthalten sind.<sup>1)</sup> Doch fallen sie nicht ins Gewicht, weil sie nicht umfangreich und erheblich sind. Das zunächst Ueberraschende sind die ungeheuer hohen Zahlen, die den Anschein erwecken könnten, als ob Deutschland ganz fabelhafte Summen im Auslande anlegte. Aber es ist das nur ein Schein. So hohe Ziffern mußten sich ergeben, weil die Börsenbehörden in der Regel den ganzen Nominalbetrag eines Anlehens einsetzten, das ebenso in Frankreich, England, Rußland, Italien, Amerika u. s. w. als in Deutschland seine Unterkunft suchte.

Tabelle IX.

Gesamtübersicht des Nominalbetrages derjenigen ausländischen Papiere, welche in den Uebersichten der Berliner, Frankfurter und Hamburger Börsen (S. 20 ff.) enthalten sind, in deutsche Mark umgerechnet, wobei die doppelt angeführten Posten nur einmal gerechnet, die ohne positiven Zahlen angeführten weggelassen sind.

	Hamburg.	Frankfurt.	Berlin.	Zusammen.	Nach Christians Betrag der Nominalbetrag der ausländischen emittirten Papiere Millionen Mark.
1882 .....	23 676 000	84 474 000	412 755 200	520 905 200	—
1883 .....	37 627 500	235 050 450	1 963 217 000	2 235 894 950	339,2
1884 .....	653 427 300	458 935 600	1 022 570 400	2 134 933 300	620,7
1885 .....	50 125 000	14 000 000	934 629 840	998 754 840	586,3
1886 .....	128 628 200	1 288 381 000	2 750 445 238	4 167 454 438	536,4
1887 .....	88 825 000	264 125 350	990 848 950	1 343 799 300	443,5
1888 .....	175 150 000	190 979 562	2 006 814 955	2 372 944 517	739,0
1889 .....	590 379 775	443 690 000	4 212 235 240	5 246 705 015	749,7
1890 .....	7 912 500	221 250 000	2 521 472 200	2 750 634 700	422,1
1891 .....	40 675 000	148 530 712	1 296 104 600	1 485 310 312	278,2
1892 .....	73 801 437	107 608 600	287 937 500	469 347 537	218,7
Summe mit 1882	1 870 227 712	3 457 025 274	18 399 031 123	23 726 284 109	—
Summe ohne 1882	1 846 551 712	3 372 551 274	17 986 275 923	23 205 378 909	1 933,8

<sup>1)</sup> Bei den folgenden Werthpapieren ist der Nominalbetrag in der Emissionsstatistik nicht angegeben.

#### Berlin.

- II. 1884. Türkische 1% konsolidirte Anleihe.  
1886. Polnische 5% Pfandbriefe V. Serie.



Schon der oberflächliche Blick auf die Zahlen und die Vergleichung mit den Angaben Christians über auswärtige in Deutschland untergebrachte Papiere zeigt, daß Spalte 4 uns nicht belehrt, was Deutschland, sondern was die ganze Kulturwelt an diesen Papieren aufbrachte. Daß die Schätzungen Christians aber der Wahrheit sehr nahe kommen, lehrt ihre Summierung: er berechnet für 10 Jahre nicht ganz 5 Milliarden an Nominalwerth der fremden in Deutschland plazirten Papiere, während bei den Steuerbehörden von Berlin, Hamburg und Frankfurt Juli 1881 bis 1892 von den 23,2 Milliarden der in Tabelle IX berechneten fremden Werthe auch nur etwas über 5 abgestempelt wurden. Diese den »Bemerkungen« Seite 269 ff. entnommene Zahl ist zwar insofern wahrscheinlich auch nicht vollständig, als die Zusammenstellung nur die Werthe umfaßt, die in den »Uebersichten« enthalten waren, nicht aber solche, die etwa im freien Verkehr nach Deutschland eindrangen, auch nicht die bei anderen Steuerämtern abgestempelten, also überhaupt nicht die Gesamtheit der abgestempelten fremden Werthe. Aber den größeren Theil der 1882 bis 1892 nach Deutschland gekommenen fremden Papiere werden sie doch umfassen.

Wir haben also auch hier wieder einen indirekten Beweis der Zuverlässigkeit von W. Christians.

Wollen wir nun nach diesen kritischen Bemerkungen über den Werth der bisher vorhandenen Emissionsstatistik noch etwas sagen über ihren Inhalt, ihre allgemeine sachliche Bedeutung, so stehen dem freilich so viele aus der Beschaffenheit des Materials entspringende wissenschaftliche Zweifel entgegen, daß es fast fraglich ist, ob es richtig sei, hierauf an dieser Stelle einzutreten. Im Ganzen müssen die weiteren Schlüsse aus dem Material dem Leser und Benutzer überlassen bleiben. Aber Einiges darf doch hier kurz gesagt oder angedeutet werden.

Ich habe oben angeführt, daß der vorsichtige frühere Chef der amtlichen deutschen Statistik Ende der achtziger Jahre das deutsche Volksvermögen auf 175 Milliarden Mark annimmt; den jährlichen Vermögenszuwachs auf 3 Prozent schätzend, meint er, man könne ihn also allenfalls auf 5 Milliarden annehmen, aber er fügt bei, daß diese Summe eher zu hoch, daß jedenfalls ein Theil desselben nur als eine Folge von Preis-  
/ 2  
erhöhungen anzusehen sei, daß also etwa 2,5 Milliarden jährlicher wirklicher Ersparnisse in Deutschland anzunehmen seien. Wenn ich bedenke, daß in den 10 Jahren 1880/81 bis 1891/92 die preussischen Sparkassenguthaben um 1 845 Millionen Mark, also durchschnittlich jährlich um 184,5 Millionen Mark gewachsen sind, die deutschen also wahrscheinlich jährlich um 300 bis 400 Millionen Mark, so ist es auch wahrscheinlich, daß die deutsche Nation jährlich 2 bis 2,5 Milliarden erspare, 1 Milliarde davon in Effekten anlege. Und so viel ergibt sich etwa aus der deutschen Emissionsstatistik.

Wenn wir Christians' Emissionszahlen (nach dem Kurswerth 1883 bis 1892) summiren, erhalten wir freilich etwas mehr, 11 994 Millionen Mark, also pro Jahr 1 199. Aber 100 bis 200 Millionen Mark pro Jahr von den emittirten Werthen abzurechnen, ist mindestens angezeigt, wenn man nicht die Konversionen und Umgründungen auch als neue Ersparnisse rechnen will. Zugleich will mir scheinen, daß ein erheblicher Theil des Anwachsens der Emissionen in den Jahren der Haussekundatur auf derartige Ursachen zurückzuführen sei. Natürlich wird in solchen Jahren auch mehr gewonnen und erspart und es kommen Ersparnisse aus früheren Jahren zur Verwendung. Aber ein erheblicher Theil der größeren Emissionen ist nur scheinbar, sofern man dabei an neue Anlehen, neue Eisenbahnen, neue Fabriken denkt. Gerade in solcher Zeit wird stark konvertirt, werden zahlreiche bestehende Privatfabriken in Aktiengesellschaften umgewandelt. Ohne das wären die exorbitanten Schwankungen nicht zu erklären; Christians beziffert die gesammten deutschen Emissionen nach dem Kurswerth auf:

1883 .....	753 Millionen Mark,
1888 .....	1 984   "   "
1892 .....	949   "   "

#### Berlin.

- IV. 1887. Russischer Gegenseitiger Boden-Kredit-Verein 4½ Pfandbriefe.
- VI. 1882. Böhmisches Nordbahnaktien.
- 1888. Kronprinz Rudolfsbahn 4¾ Staatsschuldverschreibungen.
- 1890. Jura-Simplon-Eisenbahngenußscheine.
- VIII. 1888. Kursk-Charlow-Njow-Eisenbahn 4% steuerfreie garantirte Obligationen.
- XIII. 1885. Russische Gesellschaft für Maschinenbau 6% Obligationen, I. Emission, Certificate.

#### Frankfurt.

- II. 1882. Neapeler 5% vom Staate garantirte Rente.
- 1884. Italienische 3% Rente.
- IV. 1882. Pester ungarische Kommerzbank 5% Pfandbriefe.
- VI. 1890. Gotthardaktien, neue (50% Einzahlung).
- 1890. Schweizerische Nordostbahn neue Aktien (50% Einzahlung).



Laveleye die der ganzen Kulturwelt auf:

1871 .....	12 472 Millionen Mark,
1875 .....	1 363       "       "
1879 .....	7 524       "       "
1886 .....	2 592       "       "
1889 .....	10 142       "       "
1892 .....	2 008       "       "

womit die Punkte der Höhe und des tiefsten Standes angegeben sind. Das sind Differenzen, die weit über die Veränderungen in den Ersparnissen hinausgehen. Die Erkenntniß der Konjunkturschwankungen, welche wir durch diese Zahlen erhalten, ist aber sehr lehrreich. Doch darf man auch in dieser Beziehung nicht übersehen, daß die Veränderungen nicht blos Folge der Hausse und Baisse sind. Ein Blick auf Laveleye's Tabelle II S. 203 zeigt, wie z. B. die Kriegsjahre durch die Staatsanlehen eingreifen; von den 12 472 Millionen Mark des Jahres 1871 sind 9 354 öffentliche Anlehen; ähnlich ist es 1877. Läßt man die Staats- und Kommunalanlehen bei Seite, so sieht man z. B., daß die Hausseperiode von 1888/90 die von 1871/73 an Umfang noch etwas übertroffen hat. Nach Laveleye brachte in den Kulturstaaten die Emissionsthätigkeit (ohne öffentliche Anlehen) auf:

1871 .....	3 118 Millionen Mark	} 14,1 Milliarden,
1872 .....	5 732       "       "	
1873 .....	5 273       "       "	
1888 .....	3 948       "       "	} 14,8 Milliarden.
1889 .....	7 273       "       "	
1890 .....	3 659       "       "	

Doch gehört ein eingehenderes Studium dieser Zahlen unter dem Gesichtspunkt des Konjunkturrenwechsels und den Krisen nicht hierher.

Ueber die Art, wie das durch die Börsen aufgebrachte Kapital sich auf die verschiedenen Hauptzwecke vertheile, gestatten unsere Materialien mancherlei Einsicht und Schlüsse. Nur sind, wie wir schon sahen, die Eintheilungsprinzipien bei den verschiedenen Autoren ganz verschiedene. Laveleye bildet nur drei Hauptgruppen. Wir theilen seine summarischen Zahlen für die gesammten Kulturstaaten pro 1887 bis 1892 getrennt und pro 1872 bis 1892 zusammengefaßt mit:

Tabelle X.

	Anlehen der Staaten, der Städte  Millionen Mark.	Finanzinstitute, Banken  Millionen Mark	Eisenbahn- und industrielle Gesellschaften  Millionen Mark.	Summe  Millionen Mark.
1887 .....	1 327	165	2 504	3 996
1888 .....	2 332	316	3 631	6 280
1889 .....	2 869	823	6 450	10 142
1890 .....	1 407	490	3 169	6 517
1891 .....	2 620	1 054	1 920	6 126
1892 .....	734	54	1 147	2 008
1872 bis 1892 .....	46 689	12 485	46 842	108 072

Darnach halten sich der öffentliche und der industrielle Kredit 1872 bis 1892 die Waage; rechnen wir die Banken noch zu letzterem, so sehen wir, daß die Aktiengesellschaften bereits mehr an Kapital absorbiren als die Staaten und Kommunen; das tritt in den letzten Jahren noch mehr hervor, zumal 1888 bis 1890.

Christians unterscheidet 10 Arten von Effekten; das Studium seiner Zahlen nach dieser Richtung ist sehr interessant; wir sehen aus seinen Mittheilungen von 1883 bis 1892, wie die deutschen Pfandbriefe den deutschen Staats- und Kommunalkredit überholen, welch' verschwindende Rolle in Folge der Verstaatlichung die deutschen Eisenbahn-papiere mehr spielen, welch' große und zunehmende die deutschen Industrieaktien.



Und dasselbe ergibt sich aus dem Gesamtergebniß der »Uebersichten« der drei deutschen Hauptbörsen. Die oben (Tabelle VIII) gegebene Summirung ihrer Emissionen an deutschen Papieren giebt folgendes Bild:

Tabelle XI.

Deutsche Papiere nach den »Uebersichten« der drei Börsen Berlin, Frankfurt, Hamburg  
1882 bis 1892.

	Millionen Mark.
Deutsche Fonds und Staatspapiere, Obligationen deutscher Kolonialgesellschaften ....	2 128,7
Pfandbriefe und Schuldverschreibungen deutscher Hypothekenbanken .....	1 051,6
Deutsche Eisenbahn-Stamm- und Prioritätsaktien, sowie Obligationen .....	119,7
Banck Aktien und Obligationen .....	807,2
Bergwerks- und Hütten-Gesellschaftsaktien .....	449,9
Baugesellschaften .....	68,1
Brauereien .....	78,6
Maschinen- und Eisenbahnbedarf-fabriken .....	75,1
Textilunternehmungen .....	44,9
Verschiedene Industrie-Gesellschaften .....	569,5
	768,2
Obligationen industrieller Gesellschaften .....	401,9
	5 794,7

Von fast 6 Milliarden kommen 2 auf den öffentlichen Kredit, 1 auf Pfandbriefe und über 2½ auf das zunehmende Aktienwesen.

Die mit dieser Emissionsstatistik natürlich nicht ganz übereinstimmende Aktienstatistik Christians giebt für dieselben Jahre 1882 bis 1892 1 661 Millionen Mark Aktienkapital; sie umschließt auch die nicht durch die Börsen emittirten Aktien, aber nicht das große Obligationenskapital der Aktiengesellschaften.

Christians hatte früher im deutschen Oekonomisten berechnet, daß die im Reichsanzeiger veröffentlichten, nicht ganz vollständigen Bilanzen deutscher Aktiengesellschaften folgendes Gesamtbild ergeben:

1883.....	1 311	Aktiengesellschaften mit.....	3 918,2	Millionen Mark Kapital,
1886/87.....	2 143	»	4 876,8	»
jetzt ergibt dieselbe Berechnung				
1891/92.....	2 985	»	5 642,5	»

Den Besitz preussischer Unterthanen an Aktien preussischer Aktiengesellschaften berechnet das Finanzministerium nach der Einkommensteuerveranlagung pro 1892/93 zu 3 350 Millionen Mark, was für Deutschland einen Besitz von circa 6 bis 7 Milliarden wahrscheinlich macht. Das Anwachsen dieser Art der Kapitalanlage seit den letzten 10 Jahren ist also jedenfalls ein sehr bedeuftames; während 1875 bis 1880 in Deutschland jährlich nur 13 bis 91 Millionen Mark dem reinen Aktienkapital zugeführt wurde, stieg dieser Betrag 1881 bis 1892 auf jährlich zwischen 100 bis 400 Millionen, zusammen mit den Obligationen auf durchschnittlich 237 Millionen Mark jährlich (nach den Uebersichten der drei Börsen).

Neben der Frage, wie sich so das aufgebrachte Kapital auf die Hauptarten inländischer Verwendung vertheile, kommt nun in diesem Zusammenhang die große andere in Betracht, wie stark neben dem Erwerb innerer der auswärtiger Anlagen sei, und welchen Zwecken und Gebieten sie hauptsächlich angehören. Wir haben die Hauptzahlen hierüber schon bei der kritischen Prüfung derselben kennen gelernt. Ich stelle hier zunächst zusammen, wie sich die inländischen und ausländischen mit deutschem Kapital gemachten Anlagen nach der Christians'schen Emissionsstatistik und dem Kurswerthe stellen; es betragen

Tabelle XII.

	die inländischen	die ausländischen Werthe
1883 .....	453,9 Millionen Mark,	299,8 Millionen Mark,
1884 .....	374,8 »	529,7 »
1885 .....	389,1 »	509,7 »
1886 .....	530,2 »	485,1 »
1887 .....	598,6 »	409,5 »
1888 .....	1 317,4 »	667,3 »
1889 .....	1 157,7 »	583,9 »
1890 .....	1 134,8 »	385,7 »
1891 .....	973,0 »	244,7 »
1892 .....	777,6 »	171,6 »
	7 707,1 Millionen Mark.	4 287,0 Millionen Mark.



Die exotischen Werthe machen 1883  $\frac{2}{3}$  des inländischen aus, erreichen dann 1884 bis 1887 eine ähnliche Höhe wie die inländischen, um aber in der eigentlichen Haussperiode doch weit hinter dem Aufschwung der letzteren zurückzubleiben, mit dem Rückgang der Konjunktur wieder auf  $\frac{1}{4}$  bis  $\frac{1}{5}$  der inländischen zusammenzuschmelzen; in Summa sind in den 10 Jahren nach dem Kurswerth etwa über 4 Milliarden (nach dem oben angeführten Nominalwerth waren es fast 5) auswärtiger Werthe und beinahe 8 Milliarden inländischer emittirt worden.

Die Hauptposten der auswärtigen Werthe sind Eisenbahnobligationen und Staatsanleihen. Das Einzelne ist aus den Christians'schen Tabellen zu ersehen, während die Zusammenstellung aus den »Uebersichten« der drei deutschen Hauptbörsen nach diesen Kategorien bis zum Abschluß dieser Zeilen noch nicht fertiggestellt werden konnte.

Die viel erörterte Frage, ob Deutschland Recht daran gethan habe, in den letzten 10 Jahren 4 bis 5 Milliarden in auswärtigen Papieren anzulegen, empfängt natürlich auch durch unsere Statistik keine definitive Lösung. Die einen weisen auf die großen damit erwachsenen Verluste hin und beklagen den ganzen Vorgang. Die anderen betonen, daß keine aufstrebende Nation ihren Handel und ihre Reichthümer, sowie den Absatz ihrer Produkte ausdehnen könne, ohne in großem Stil und wachsendem Umfang anderen, hauptsächlich ärmeren Ländern Kredit zu geben; sie erinnern daran, daß große Schuldforderungen im Auslande, wie sie Holland im 18. Jahrhundert, England hauptsächlich 1800 bis 1850 fast allein gehabt, als ein Zeichen des Reichthums immer gegolten haben, daß hiermit eine der gewinnbringendsten Kapitalanlagen und eine große Steigerung des nationalen Einkommens gegeben sei, wenn auch das Geschäft stets mit großen Gefahren verbunden bleibe und naturgemäß einen lotterieartigen Charakter an sich trage.

Ich — für meine Person — glaube, daß in dieser Ausdehnung der Thätigkeitssphäre der deutschen Börsen doch überwiegend ein gesundes Symptom des gestiegenen Wohlstandes und der deutschen Handelsthätigkeit zu sehen sei, und daß die großen und beklagenswerthen Verluste, welche in Zusammenhang mit dieser Kapitalauswanderung vielen deutschen Kapitalisten zugefügt wurden, im Großen und Ganzen als ein Lehrgeld dafür zu betrachten sind, daß die deutschen Börsen heute ebenbürtig neben denen von London, Paris und New-York stehen. Das war vor 25 Jahren nicht der Fall. Und daß das und soweit es heute der Fall ist, kommt der ganzen Nation bis zum letzten Arbeiter zu gute, wenigstens soweit es gelungen ist, mit der Kapitalauswanderung zugleich unseren industriellen Export und die Beschäftigung von Deutschen im Auslande zu steigern.

Um ein theures Lehrgeld handelt es sich freilich. Es in seinem ganzen Betrag zu berechnen, dazu bietet unsere Statistik keine Handhabe. Noch weniger gestattet sie eine Prüfung der Frage, wie die Verluste sich etwa auf die Emissionshäuser und das Privatpublikum, überhaupt auf die verschiedenen sozialen Klassen vertheilen. Und das ist ja der Vorwurf, den man, sei es mit Recht oder mit Unrecht, den ersteren macht, daß die »Großen« es sollen verstanden haben, sich in der Regel ohne Verlust, ja mit Gewinnen herauszuziehen, während das große Publikum, die »Kleinen«, nun mit den schlechten Papieren sitzen blieben. Eine Entscheidung dieser Streitfrage liegt außerhalb des Bereichs unserer gegenwärtigen Untersuchung. Subjektiv will ich nur meine Meinung dahin aussprechen, daß die Emissionshäuser, jedenfalls ein Theil derselben, von solchen Vorwürfen sich nicht ganz rein waschen können, daß die großen Verluste nicht sie, sondern das Privatpublikum trafen, daß sie auf Kosten des Letzteren sehr große Gewinne machten, daß die Emissionshäuser meist nur fragten, »ist das Publikum noch kaufslustig?« nicht aber: »sind die Papiere wirklich gute und sichere?« Aber ebenso unzweifelhaft ist mir, daß die besseren derselben bei diesen heute nothleidenden Papieren und ihrer Einführung wohl in bona fide waren, und daß heute die Verluste, sofern es sich um solche für die ganze Nation handelt, überschätzt werden.

Einen gewissen rohen Anhalt dafür, wie groß dieselben seien, geben die »Uebersichten« der drei deutschen Börsen nebst den Angaben der drei entsprechenden Steuerämter über die für Deutschland abgestempelten Papiere dieser Art (S. 272 ff.). Stellt man hiernach von den erheblichsten nothleidenden Werthen die abgestempelten Beträge zusammen, so ergibt sich folgende Uebersicht:

Argentinier .....	in Summa	147 804 360	Mark,
Brasilianer .....	»	21 000 500	»
Buenos-Ayres .....	»	90 061 678	»
Griechen .....	»	210 742 920	»
Lissaboner .....	»	44 110 600	»
Mexikaner .....	»	201 516 436	»
Portugiesen .....	»	373 811 960	»
Serben .....	»	57 545 458	»
Northern-Pacific .....	»	150 794 500	»
		1 297 388 412	Mark.



Das sind 1 297 Millionen Nominalbetrag, die wahrscheinlich schon beim Einkauf nur einen Kurswerth von ca. 1 100 hatten. Davon mögen in Summa zwei Drittel verloren sein, mehr doch zur Zeit nicht, also 700 bis 800 Millionen Mark. Gewiß ein großer Betrag, aber von 4 bis 5 Milliarden auswärtiger Werthe doch nur etwa ein Sechstel. Und diesen Verlusten stehen nun die Gewinne gegenüber, die Deutschland an anderen auswärtigen Papieren gemacht hat. Ich glaube, allein an amerikanischen und russischen Papieren hat Deutschland 1860 bis 1892 eine Milliarde gewonnen, abgesehen von den indirekten Vortheilen, die sich für das deutsche Geschäftsleben an diese auswärtigen Verbindungen knüpften.

Wollen wir den Gesamtbetrag der heute in Deutschland befindlichen auswärtigen Effekten und deren Zinsen schätzen, so können wir davon ausgehen, daß wir in 10 Jahren 4 bis 5 Milliarden solcher Papiere erwerben, die direkt an der Börse durch ihre Organe eingeführt wurden; davon gehen 1/2 bis 1 Milliarde Verlust ab, aber es kommen die im freien Verkehr eingebrungenen Werthe hinzu; sie wären nach den Hamburger Stempelnachweisen auf 4/7 der offiziell eingeführten zu rechnen, aber da Hamburg natürlich viel mehr solcher fremden Werthe hat, als das Inland, so mögen sie nur auf 2/7 angenommen werden; das wären also nochmals 1 1/4 bis 1 1/2 Milliarden, zusammen doch über 5 Milliarden; vor 1883 waren sicher auch 4 bis 5 Milliarden fremder Papiere im Inlande. Das giebt zusammen 10 Milliarden fremder Werthe<sup>1)</sup> und dabei sind die Bestände auswärtiger Papiere nicht gerechnet, welche mit dem Arbitragegeschäft nur zeitweilig in die Kassen unserer Banken kommen. Wenn wir aber 10 Milliarden fremder Papiere besitzen, so beziehen wir dafür jährlich vom Auslande 500 Millionen Mark Zinsen, was für unseren Nationalwohlstand und unsere Zahlungsbilanz von größtem Werthe ist. Daß die Schätzung von 10 Milliarden nicht anormal hoch sei, dafür kann ich noch das Zeugniß von R. Giffen anführen, respektive seine Schätzung über die im großbritannischen Besitz befindlichen fremden Effekten. Die Einnahme daraus beziffert er für 1885 zu 84 763 000 £, was einem Kapital von 2 119 Millionen Pfd. Sterling oder von 42,3 Milliarden Mark entspricht.<sup>2)</sup> Seither wird die Summe noch zugenommen haben. Gegenüber dieser Summe dürfte eine Schätzung des deutschen Betrags auf 10 Milliarden als nicht zu hoch erscheinen.

Ueber die veränderte Welthandelsstellung Deutschlands, welche im Zusammenhang mit der gewachsenen Bedeutung der großen deutschen Börsenplätze und ihres Emissionsgeschäfts steht, geben unsere statistischen Materialien zwar kein genaues Bild, aber einige gute Anhalte bieten sie doch dafür. Nehmen wir z. B. die Tabelle Laveleye's, welche die Emissionen ländersweise darstellt, so ist dabei natürlich in Erinnerung zu behalten, daß er gerade die für das Ausland gemachten Emissionen nicht bei Deutschland, sondern je bei Portugal, Italien, Nordamerika u. dgl., also gerade die Kapitalauswanderung nicht zur Darstellung bringt. Aber die gestiegene Bedeutung Deutschlands ist doch ersichtlich, wenn wir den Prozentantheil jeder Nation an den Gesamtemissionen der Kulturwelt 1881 bis 1892 verfolgen, wie es sich nach Laveleye's Zahlen berechnen läßt.

Tabelle XIII.

Prozentberechnung über den Antheil der einzelnen Staaten an den von Laveleye berechneten Emissionen, ihre Gesammtheit je gleich 100 gesetzt, wobei jedem Staate die von ihm oder seinen Unterthanen gemachten Anlehen zugerechnet sind, ob sie nun aus dem Inlande oder Auslande stammen.

Staaten.	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890	1891	1892	Summe.
Deutschland.....	2,96	2,81	4,33	1,79	4,24	3,17	8,55	3,11	7,05	14,32	13,35	23,91	7,18
England mit Kolonien.	25,16	33,46	19,64	25,33	46,68	31,25	22,19	27,67	21,54	23,17	18,87	41,48	25,93
Frankreich.....	31,55	13,88	24,06	22,92	9,61	16,68	17,76	21,48	5,62	4,06	20,60	12,05	16,04
Italien.....	6,93	8,95	0,66	0,38	4,05	2,85	4,45	1,37	4,71	1,46	0,73	0,30	3,20
Oesterreich.....	12,36	10,90	7,41	19,15	2,51	4,88	3,93	1,49	9,84	1,15	2,25	3,24	6,63
Portugal.....	—	—	0,54	3,76	0,73	1,96	1,15	3,52	3,00	1,46	2,86	—	1,89
Rußland.....	7,03	2,89	5,08	8,18	10,26	9,71	5,95	7,07	20,77	7,15	17,30	0,30	10,25
Amerika.....	6,16	19,82	13,84	6,36	6,52	12,34	20,46	23,76	20,44	18,44	15,09	11,65	15,69
Die Emissionen der Staaten ergeben zusammen in Millionen Mark.....	5 743	3 632	3 345	3 901	2 592	5 366	3 997	6 280	10 142	6 518	6 126	2 008	59 650

<sup>1)</sup> Wenn das Finanz-Ministerium in der mehrerwähnten Aufstellung über das Vermögen der preussischen Staatsbürger nur einen Betrag von 1 1/2 Milliarden fremder Effekten rechnet, so ist das sicher viel zu niedrig.  
<sup>2)</sup> Journ. of the stat. Soc. LIII (1890) S. 9.



Deutschlands Antheil steigt von etwa 3 auf 24 Prozent, während der Englands bei großen Schwankungen etwa gleich bleibt, der Frankreichs und Oesterreichs sinkt. Das Sinken ist freilich für die Staaten, die im Ganzen mehr vom auswärtigen Kredit leben, mehr Kapital importiren als exportiren, ein Fortschritt; Oesterreichs Lage zeigt 1881 bis 1892 eine Verbesserung, wenn es statt 12 und 19 % nur noch 2 bis 3 der gesammten Emissionen in Anspruch nimmt; Rußland zeigt keine Besserung, wenn statt 2 bis 7 % später 17 bis 20 aller Emissionen auf dasselbe falle. Eine ganz andere und zwar günstige Deutung müssen die Zahlen bei den kapitalausführenden Staaten erhalten. Hier bedeutet eine verhältnißmäßige Zunahme am Gesamtmissionsgeschäft, da es nicht eine Kreditanspruchnahme des Auslandes sein kann, eine stärkere Kapitalausbringung und stärkere Kapitalanlagen im Inlande.

Noch deutlicher aber wird die Entwicklung, wenn wir Laveleye's Gesamtmissionszahlen für das einzelne Jahr in Vergleich setzen mit den jedenfalls nicht übertriebenen deutschen Emissionszahlen Christians' für das betreffende Jahr. Wir erhalten dann folgende Tabelle:

Tabelle XIV.

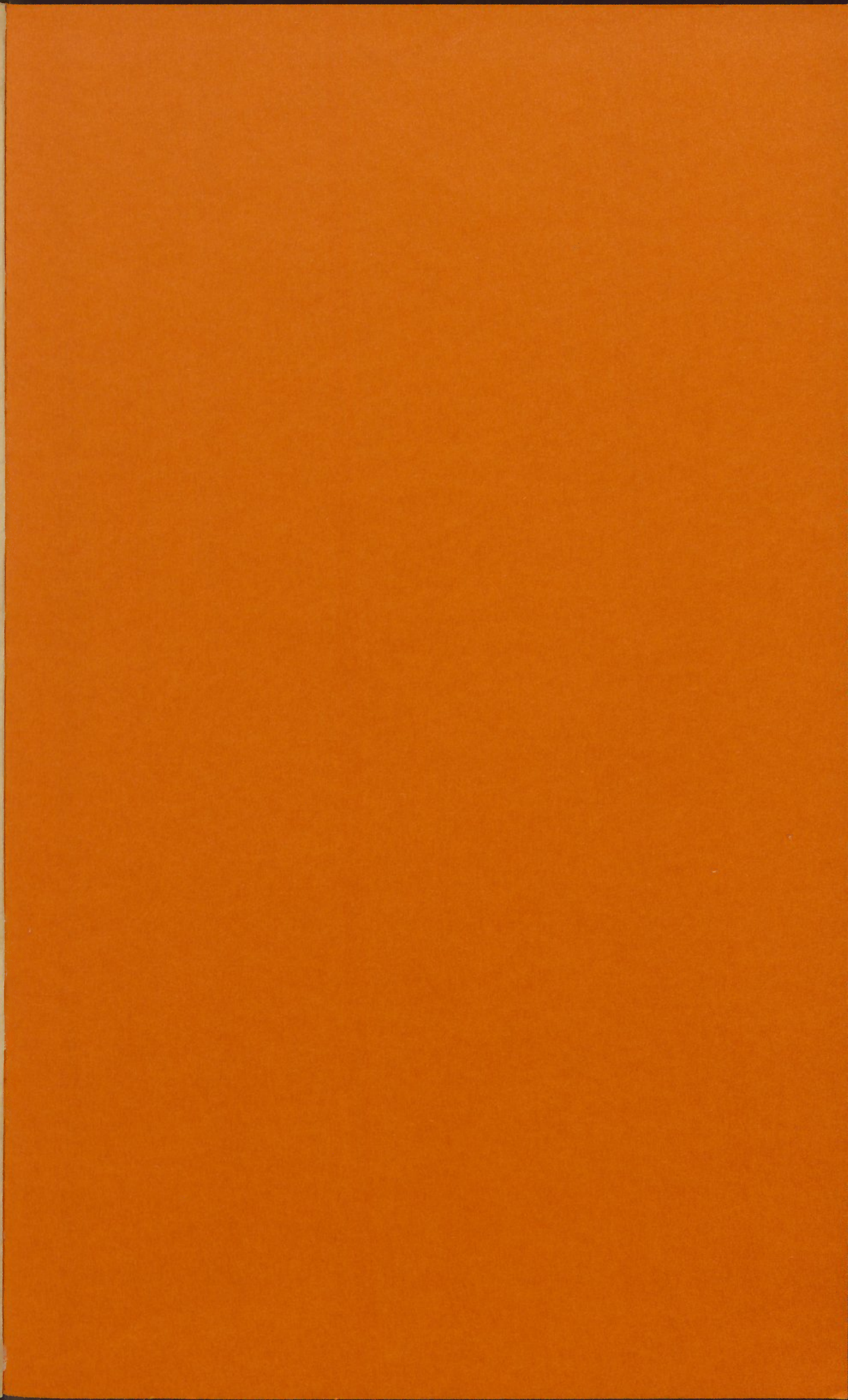
	a. Gesamtmissionen der Kulturwelt nach Laveleye Mill. Mark.	b. Deutschlands Emissionen nach Christians' Kurswerth Mill. Mark.	b bildet Prozente von a.
1883 .....	3 345	753	22,51
1884 .....	3 901	904	23,17
1885 .....	2 592	898	34,64
1886 .....	5 366	1 015	18,91
1887 .....	3 997	1 008	25,22
1888 .....	6 280	1 984	31,59
1889 .....	10 142	1 741	17,26
1890 .....	6 518	1 520	23,32
1891 .....	6 126	1 217	19,86
1892 .....	2 008	949	47,26

Nach ihr würde Deutschland zwischen einem Fünftel, einem Drittel und der Hälfte aller Emissionen der Welt bereits in Händen haben. Das wird nicht der Fall sein, weil Laveleye's Zahlen wohl etwas zu niedrig sind. Aber den hohen Rang, den Deutschland sich in dieser Beziehung erkämpft hat, deuten diese schwerwiegenden Prozentziffern doch an.

Sie muß man auch bei einer Börsenreform im Auge behalten, die ich übrigens für ebenso nothwendig als möglich halte, ohne daß die großen nationalen Interessen an einer machtvollen und einflußreichen Stellung der deutschen Börsen verlegt werden.

24. Dezember 1893.







Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften



206\$08408610