

*Barbara Klose-Ullmann*

**DIE ENTWICKLUNG DES  
INSTITUTIONALISIERTEN  
KAPITALMARKTES IM  
DEUTSCHEN KAISERREICH  
1871-1914**

*Accedo*

# Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
1.1. Fragestellung	1
1.2. Aufbau der Arbeit	7
1.3. Stand der Forschung	9
1.4. Allgemeine Quelldiskussion	12
1.5. Exkurs: Problematik der statistischen Erfassung von Wertpapieremissionen	13
1.5.1. Statistische Erfassung deutscher Wertpapiere	15
1.5.2. Spezielle Probleme bei der statistischen Erfassung ausländischer Werte	16
2. Untersuchung der Interdependenzthese mit Hilfe von Querschnittanalysen	20
2.1. Erster Zyklus: Gründerzeit (1871 bis 1879)	22
2.1.1. Die ökonomischen Rahmenbedingungen	22
2.1.1.1. Die Gründerjahre	22
2.1.1.2. Die Gründerkrise	24
2.1.2. Die Liberalisierung des Aktienrechts	27
2.1.3. Die Entwicklung am Kapitalmarkt	29
2.1.3.1. Börsenaufschwung	30
2.1.3.2. Börsenkrach und Krise	35
2.1.4. Interdependenzen	39
2.2. Zweiter Zyklus: Ende der Rekonstruktionsperiode (1879/80 bis 1886)	41
2.2.1. Die ökonomischen Rahmenbedingungen	41
2.2.2. Anpassung der institutionellen Regelungen des Kapitalmarktes	43
2.2.3. Die Entwicklung am Kapitalmarkt	44
2.2.4. Interdependenzen	47
2.3. Dritter Zyklus: Beginn der "Zweiten Industriellen Revolution" (1886/87 bis 1894)	49
2.3.1. Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen	49
2.3.2. Konjunkturelle Eckdaten	50
2.3.3. Die Börsen-Enquête-Kommission	52
2.3.4. Die Entwicklung am Kapitalmarkt	55
2.3.5. Interdependenzen	57
2.4. Vierter Zyklus: Die Periode der Hochkonjunktur (1895 bis 1901)	59
2.4.1. Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen und konjunkturelle Eckdaten	59
2.4.2. Die Entwicklung am Kapitalmarkt	61
2.4.3. Das Reichsbörsengesetz (RBG) vom 22. Juni 1896	63
2.4.4. Interdependenzen	65

2.5. Fünfter Zyklus: Die Periode der strukturellen Schwäche der Reichsfinanzen (1902 bis 1907/08)	67
2.5.1. Konjunkturelle Eckdaten	68
2.5.2. Die Entwicklung am Kapitalmarkt	69
2.5.3. Die Auswirkungen des Reichsbörsengesetzes von 1896 und Novellierungsbestrebungen	71
2.5.4. Interdependenzen	73
2.6. Sechster Zyklus: Am Vorabend des Ersten Weltkrieges (1908 bis 1914)	74
2.6.1. Konjunkturelle Eckdaten	75
2.6.2. Die Novelle zum Reichsbörsengesetz und die Diskussion um Auslandsanlagen	76
2.6.3. Die Entwicklung am Kapitalmarkt	79
2.6.4. Interdependenzen	80
2.7. Zusammenfassende Betrachtung	81
3. Untersuchung des Kapitalmarktes und der Wertpapierarten	84
3.1. Zur Fragestellung	84
3.2. Die Entwicklung der Aktien und des Aktienmarktes	85
3.2.1. Volumen des Aktienmarktes	85
3.2.2. Zur Kurs- und Renditeentwicklung	90
3.2.3. Die Rolle der Banken im Industrie-Emissionsgeschäft	92
3.3. Die Entwicklung der Reichs- und Staatsanleihen	96
3.3.1. Volumensentwicklung	97
3.3.2. Kurs- und Zinsentwicklung	101
3.3.3. Die Rolle der Emissionskonsortien	105
3.4. Die Entwicklung der Pfandbriefe	108
3.4.1. Vorgeschichte	109
3.4.2. Entwicklung und Charakteristika des Pfandbriefmarktes	110
3.4.3. Kurs- und Renditeentwicklung	112
3.4.4. Institutionelle Ausprägung	113
3.5. Die ausländischen Wertpapiere	115
3.5.1. Volumensentwicklung	116
3.5.2. Zur geographischen Struktur des deutschen Kapitalexports	119
3.5.3. Spezielle Zielsetzungen des deutschen Kapitalexports	123
3.6. Würdigung	125
3.6.1. Kontinuität	126
3.6.2. Substitution	128
3.6.3. Verhalten und institutionelle Regelungen	131

4. Ausgewählte Phänomene am Kapitalmarkt	134
4.1. Das Lombardverbot als exemplarische Maßnahme für politische Intervention	134
4.1.2. Die Entwicklung des deutschen Kapitalexports nach Rußland	135
4.1.3. Die Auswirkungen des Lombardverbots	142
4.2. Industrieunternehmen als Kapitalmarktteilnehmer am Beispiel Siemens	144
4.2.1. Siemens als Kapitalnachfrager	145
4.2.2. Siemens als Kapitalanbieter	153
5. Standortbestimmung	157
5.1. Internationaler Vergleich	157
5.1.1. Überprüfung der Olson-Hypothese	157
5.1.1.1. Datenlage	158
5.1.1.2. AR-Bestandsquote für das Deutsche Reich, Großbritannien und Frankreich	159
5.1.1.3. Wachstumsindikatoren	163
5.1.2. "Rentnermentalität" versus "Unternehmergeist"	167
5.2. Offene Fragen	169
Literaturverzeichnis	172
Anhang: Abb. 1-7	182

## 1. Einleitung

### 1.1. Fragestellung

Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit ist die These von der historischen Vorbelastung der deutschen Börse nach dem Zweiten Weltkrieg. So heißt es beispielsweise im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom November 1984, S.37: "Daß der deutsche Aktienmarkt nicht so hoch entwickelt ist wie der britische, hat zu einem großen Teil historische Gründe."<sup>1</sup> Die These von der historischen Vorbelastung unterstellt, daß an der Effektenbörse<sup>2</sup> nicht genügend Eigenkapital mobilisiert wird und daß die strukturelle Schwäche des Kapitalmarktes, die in den 1960er und 1970er Jahren besonders stark ausgeprägt war, historische Gründe hat.

Idealtypisch müßte die Börse sowohl Primär- als auch Sekundärmarkt für Eigenkapital sein. Doch wird die Funktion des Primärmarktes von den deutschen Börsen heute nur noch in beschränktem Maße erfüllt. Es ist deshalb fraglich, ob die Effizienz der Kapitalallokation durch die Effektenbörse wesentlich erhöht wird. Laut Engels (1980, S.61) teilt sich der deutsche Aktienmarkt in einen "nahezu vollkommenen, jedoch unzugänglichen Börsenmarkt und einen fast unorganisierten und deshalb leistungsfähigen 'wilden' Kapitalmarkt. Allerdings sollte an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, daß in den 1980er Jahren wieder mehr Eigenkapital an den deutschen Börsen aufgenommen wurde und daß die Zahl der börsennotierten Unternehmen - nicht zuletzt auch durch die Einführung des "Zweiten Marktes" - gestiegen ist. Das Phänomen der "Eigenkapitallücke" deutscher Unternehmen scheint mehr und mehr der Vergangenheit anzugehören.

---

<sup>1</sup> Diese These ist implizit in den Ausführungen des SVR-Jahresgutachtens 1979/80 über den Zusammenhang zwischen Kapitalausstattung, Investitionen und Innovationen (Tz 362-369, S.150ff.) enthalten. Auch im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank April 1984, Der Aktienmarkt in der Bundesrepublik Deutschland und seine Entwicklungsmöglichkeiten, wird ein solcher Zusammenhang vermutet (vgl. S.16 und S.20).

<sup>2</sup> Eine über den traditionellen Kapitalmarkt begriff im Sinne von Markt für langfristige Wertpapiere hinausgehende Definition enthält Ehrlicher, 1984, S.236. In der vorliegenden Arbeit wird der traditionelle Kapitalmarkt begriff verwendet.

Die These von der historischen Vorbelastung der deutschen Börsen nach dem Zweiten Weltkrieg wirft die grundsätzliche Frage auf, wie eine solche Vermutung überprüft werden kann. Dabei kann die auf die Gegenwart bezogene Implikation an Hand verschiedener Indikatoren, wie beispielsweise der gesunkenen Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen oder der bis Ende 1983 rückläufigen Zahl börsennotierter Aktiengesellschaften, belegt werden.<sup>1</sup> Dagegen ist die historische Komponente der These nicht so eindeutig operationalisierbar. In der vorliegenden Arbeit wird als Nachweis der relativen Größe der Eigenkapitalbildung das Verhältnis der jährlichen (Neu- Emission von Aktien zu festverzinslichen Wertpapieren (die Anleihen der öffentlichen Hand, Pfandbriefe und Kommunalobligationen sowie Industrieobligationen) inländischer Emittenten verwendet. Auf dieses Verhältnis wird im folgenden als AR-Quote Bezug genommen; dies ist der Quotient aus Aktien und festverzinslichen Wertpapieren (hier bezeichnet als Rentenwerte).

Die historische Komponente der Ausgangsthese läßt mehrere Interpretationen zu. Die *Interpretation 1* geht davon aus, daß der gegenwärtige Kapitalmarkt im wesentlichen an die Entwicklung des Kapitalmarkts in der relativ stabilen Periode vor dem Ersten Weltkrieg anschließt. Sie unterstellt, daß für den Kapitalmarkt im Deutschen Kaiserreich eine vergleichbare Struktur im Hinblick auf die Zusammensetzung der Emissionsvolumina der verschiedenen Wertpapiere gegeben war. Diese Vermutung liesse sich z.B. dadurch rechtfertigen, daß die wirtschaftliche Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, ausgedrückt durch den Trend im Wachstum des Sozialprodukts, in den 70/80er Jahren an die Entwicklung vor Ausbruch des Ersten Weltkrieges anzuschließen scheint. Wie aber in Kapitel zwei und drei gezeigt wird, muß die These einer derartigen Fortschreibung für den Kapitalmarkt abgelehnt werden, weil der Kapitalmarkt heute eine andere Funktion übernommen hat. Die "Vermittlungsfunktion (des klassischen Kapitalmarktes) hat sich heute zu einer dauerhafterm Intermediation gewandelt" (Ehrlicher, 1984, S.249).

<sup>1</sup> Vgl. die Tabellen in Monatsbericht der Deutschen Bundesbank April 1984, S.14f sowie Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2 Wertpapierstatistik, August 1985, S.41. Zur "Diagnose einer 'Eigenkapitallücke'" vgl. Krahen, 1985, S.11ff.

Dennoch sollte die Tatsache, daß eine Fortschreibung der wirtschaftlichen Entwicklung vom Kaiserreich zur Bundesrepublik überhaupt möglich ist, auch auf dem Kapitalmarkt einen gewissen Niederschlag finden - wenn auch nicht in der Wertpapierstruktur, so doch möglicherweise in den institutionellen Regelungen und den Beziehungen der Kapitalmarktakteure untereinander und zu anderen Wirtschaftssubjekten. Diese Überlegung ist Grundlage der *Interpretation 2*: Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland - und die damit verbundene strukturelle Schwäche in bezug auf die Eigenkapitalbildung - ist (a) durch institutionelle Regelungen und (b) durch informelle Beziehungen der Kapitalmarktteilnehmer geprägt, die beide ihre Wurzeln im Deutschen Kaiserreich haben. Hier sei auf Stützel verwiesen, der in seinem Aufsatz über Banken, Kapital und Kredit in der 2.Hälfte des 20.Jahrhunderts von einer "Vernachlässigung der zeitlichen Tiefendimension" spricht, denn "...bei Erörterung der Struktur des Rentenmarktes war festzustellen, daß die Öffentlichkeit sich ... häufig kaum bewußt ist, in welch hohem Grade auch in der Welt von Banken, Kapital und Kredit die Gegenwart durch die Vergangenheit bestimmt wird." (1964, S.536).

Der Nachweis des Zusammenhangs, wie er in *Interpretation 2* unterstellt ist, setzt nicht voraus, daß die Kapitalmarktstruktur in beiden Zeitabschnitten gleich oder auch nur ähnlich ist. Aufgrund der Olsonschen Entwicklungstheorie (Olson 1982) würde man im Gegenteil erwarten, daß gerade die relative Starrheit des institutionellen Rahmens und die von dieser Theorie postulierte (und aus dem rationalen Handeln der Akteure endogen begründete) Verkrustung der wirtschaftlichen Beziehungen zu einer sich in ihrer Struktur verändernden wirtschaftlichen Entwicklung führen werden. Dies wäre die Implikation der *Interpretation 3*, die auf der Olsonschen Entwicklungstheorie basiert. Diese Interpretation der historischen Vorbelastung scheint der strukturelle Wandel auf dem Kapitalmarkt, ausgedrückt durch unterschiedliche AR-Quoten, zu bestätigen. Die hohen Wachstumsraten des Sozialprodukts scheinen hingegen der Olsonschen Entwicklungstheorie zu widersprechen; sie wären aber u. U. durch den angesprochenen strukturellen Wandel zu rechtfertigen, der die Akteure zu - wenn sich auch relativ harmonisch vollziehenden - Anpassungen zwingen und damit die Verkrustungstendenz, sofern sie überhaupt besteht, dämpfen würde.