

Bilanz und Kalkulation bei der Rationalisierung

Von Prof. Dr. W. Prion, Berlin

Inhalt: Bei der Rationalisierung entstehen in der Regel verschiedene Arten von Kosten. Sie sind Bestandteile einer Vorkalkulation, d. h. der Frage, ob und wie umgestellt werden soll. Zu unterscheiden hiervon ist die Preiskalkulation des umgestellten Betriebes, bei der die Kapital-(Bilanz-)verluste nicht berücksichtigt werden dürfen. Zu unterscheiden ist ferner die bilanzmäßige Behandlung der Umstellungskosten, und zwar unter Berücksichtigung der Gewinnermittlung sowie der Gewinnverwendung. Die Klarstellung dieser betriebswirtschaftlichen Grundlagen ist für eine befriedigende Erörterung der Lohnfrage erforderlich.

I.

Die Erörterungen über die Rationalisierungsergebnisse sind in vollem Gange: was sollen die Arbeiter an Lohn-erhöhungen, die Unternehmer an Kapitalrente und die Allgemeinheit an Preissenkungen erhalten? Die Meinungen darüber gehen sehr weit auseinander, ja in vielen Fällen ist nicht einmal festzustellen oder zu erkennen, wo denn die Rationalisierungsergebnisse überhaupt geblieben sind. Man vermißt sowohl die Preissenkung als auch die Lohnsteigerungen, und die Unternehmer klagen, daß sie auch nicht auf ihre Kosten kommen. In Generalversammlungen ist vielfach die Rede davon, daß die Umstellungskosten sehr hoch gewesen seien, und daß sie eben den ganzen Gewinn aufgezehrt hätten, daß aber in Zukunft mit einer vollen Auswirkung der technischen Vervollkommnung gerechnet werden könne usw.

In dieser Zeitschrift (Jahrg. 1926, Nr. 10) hat Schultz-Mehrin den Nachweis geführt, daß der Uebergang zur Rationalisierung in der Regel eine Vermehrung des Anlagekapitals nach sich zieht, daß aber beim Umlaufkapital gespart werden könne, weil sich die technischen Neuerungen in einer Ersparnis an Zeit auswirken. Entweder kann es sich dabei um eine wirkliche Verkleinerung des Umlaufkapitals handeln oder die Umlaufgeschwindigkeit des Kapitals wird bei gleichzeitiger Steigerung der Produktionsmenge erhöht. Wenn bei Ford das Umlaufkapital nicht weniger als 50mal im Jahre umgesetzt wird, dann ist das zweifellos eine bewundernswürdige Einwirkung genialer technischer Methoden auf den Produktionsfaktor Kapital, wie sie wohl einzigartig ist.

Jedenfalls kann also per Saldo durch Rationalisierung (z. B. Fließarbeit) an Kapital gespart werden, zumal wenn dazu der »fließende« Absatz kommt und auch die Lagerhaltung in Rohstoffen, Betriebsmaterialien, Halbfabrikaten gering gehalten werden kann. Das würde natürlich bedeuten, daß sich das Verhältnis von Gewinn und Kapital bessern würde, d. h. wenn der Gewinn vor und nach der Rationalisierung derselbe sein würde, sich eine Steigerung der Rente auf das verringerte Kapital ergeben würde. Mit andern Worten: der Betrieb könnte, wenn die Rente gleichbleiben soll, mit geringeren Kapitalkosten (Dividende) rechnen, wobei allerdings das Verhältnis des Eigenkapitals zum Fremdkapital zu berücksichtigen ist. Je höher das Fremdkapital ist, um so geringer wird die Auswirkung sein, da die festen Zinskosten so oder so getragen werden müssen.

Vor allem ist aber zu bedenken, daß die Umstellung aus Anlaß der Rationalisierung Aufwendungen aller Art — Kosten — verursacht: Löhne für Umstellung, Umbau, Versuche und Ergänzungen, sowie für Neuanschaffungen von Maschinen und Werkzeugen, alles Aufwendungen,

die zunächst ausgelegt werden müssen, sei es aus eigenen Mitteln, wenn solche vorhanden sind, oder aus Krediten, die eine Kapitalbeschaffung von außen her bedeuten. Der per Saldo endgültigen Kapitalverringering steht also zunächst eine Kapitalbeschaffung gegenüber, die bei der Frage, ob rationalisiert werden soll oder nicht, mit in Rechnung zu stellen ist. Gewöhnlich liegen die Dinge so, daß die Verringerung des Umlaufkapitals gar keine wirkliche ist, d. h. es besteht schon ein Mangel an Umlaufkapital (bei dem alten Verfahren), und die Deckung dieses Bedarfs kann fortfallen, wenn man nach der Rationalisierung eben mit geringerem Kapital für den Betrieb auszukommen hofft. Offen bleibt auch hier die Frage: was dann aus den für die Umstellung benötigten und beschafften Kapitalien wird? Sollen oder können sie zurückgezahlt werden, oder stellen sie eine dauernde Vermehrung des Kapitals (durch Umwandlung in Aktien oder Anleihen) dar unter der Voraussetzung, daß sich die Ersparung an Betriebskapital durch den tatsächlichen Mangel aufhebt? Offen bleibt schließlich die Frage, wie die Umstellungskosten kalkulatorisch zu behandeln sind.

II.

Man muß auseinanderhalten: 1. die Kalkulation, ob ein Betrieb überhaupt umgestellt werden soll, und 2. die Preiskalkulation nach erfolgter Umstellung. Was zunächst die erste Frage anlangt: soll ein Betrieb umgestellt werden, z. B. auf Fließarbeit, so ist davon auszugehen, daß die Umstellung verschiedene Arten von Kosten mit sich bringt. Sie lassen sich in drei Gruppen einordnen:

1. Kosten, die dadurch entstehen, daß Teile des Betriebes stillgelegt oder ausgeschieden werden, wie z. B. Werkzeuge, Maschinen, Transporteinrichtungen, Gebäude u. dgl., die überflüssig geworden sind. Gewöhnlich stehen diese mit zu irgend einer Zeit gemachten Aufwendungen noch als Bestände in der Bilanz. Werden sie aus dem Betrieb ausgeschieden, so entsteht zunächst ein Buchverlust in der Bilanz; denn sie müssen hier abgeschrieben werden, wenn sie nicht durch Verkauf oder anderweitige Verwendung einen Gegenposten schaffen. Die Buchverluste sind Kosten der Umstellung; sie bedeuten, daß die s. Zt. für diese Produktionsmittel gemachten Aufwendungen bis zur beabsichtigten Umstellung nicht voll wieder hereingebracht worden sind.

2. Kosten, die für Umstellung, Transport oder Neuordnung der bisherigen Einrichtungen und für ihre Zurichtung für das neue Verfahren an Löhnen und sonstigen Auslagen gemacht worden sind. Sie sind zweckmäßigerweise als einmalige Umstellungskosten zu bezeichnen. Sie können allerdings unter Umständen, je nachdem, ob mit ihrer Hilfe bestehende Anlagen eine längere

Nutzungsdauer oder erhöhte Leistungsfähigkeit erhalten haben, auch als Kosten angesehen werden, die auf mehrere Jahre zu verteilen sind. In der Regel wird die Neigung, sie als einmalige Kosten zu betrachten, groß sein, weil sie sonst als Bilanzaktivierungen erscheinen müssen. Da sie aber leicht erheblichen Umfang annehmen können, so ist die richtige Behandlung dieser Kosten für die Feststellung des wirklichen Gewinns, insbesondere im Umstellungsjahr, von großer Wichtigkeit.

3. Kosten, die als Aufwand für die Neuanschaffungen — Maschinen, Werkzeuge, Transporteinrichtungen — entstehen, und die in Form der Abschreibungen als anteilmäßige Vermehrung auf die Nutzungsdauer in die Erreichung treten. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, daß natürlich die laufenden Abschreibungen für die stillgelegten bzw. ausgeschiedenen Teile — Gruppe 1 — in Fortfall kommen.

Zur Veranschaulichung soll folgendes Beispiel gewählt werden. Angenommen: die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung des vor der Umstellung stehenden Betriebes sehe wie folgt aus:

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke usw. 40	Kapital . . . 80	Material und Löhne . . . 11	200 Stück zu 100 . . . 20
Maschinen: Anfangswert . . . 50	Gewinn . . . 4	Abschreibung . . . 5	
Abschreibung . . . 20		Gewinn . . . 4	
Betrieb 14			
<u>84</u>	<u>84</u>	<u>20</u>	<u>20</u>

Der Voranschlag für den Uebergang zur Fließarbeit soll ergeben:

1. die Hälfte der Maschinen wird überflüssig: Buchverlust 15;
2. die einmaligen Umstellungskosten betragen 5;
3. die Neuanschaffungen an Maschinen belaufen sich auf 15;
4. die laufenden Abschreibungen stellen sich nunmehr:
 - a) auf den Restbestand der alten Maschinen: 2,5 (für 6 Jahre);
 - b) auf die Neuanschaffungen: 1,5 (für 10 Jahre);
 - c) insgesamt also: 4.

Die Bilanz des umgestellten Betriebes würde also aussehen:

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke usw. 40	Kapital . . . 80	Material und Löhne . . . 11	200 Stück zu 100 . . . 20
Maschinen still . . . 15	Maschinen . . 65	Abschreibung (einmalige) . . . 4	
	Kreditoren . 15	Umstellungskosten . . . 5	
Zugang . . . 15			
Betrieb 10			
<u>80</u>	<u>80</u>	<u>20</u>	<u>20</u>

In dieser Bilanz sind die ausgesonderten 15 am Kapital von 80 abgeschrieben worden; dieses beträgt jetzt nur noch 65. Die Mittel für die Neuanschaffungen sind auf dem Kreditwege beschafft worden. In der Gewinn- und Verlustrechnung ist die gleiche Produktionsmenge und der gleiche Preis eingesetzt worden wie in Beispiel A (alter Betrieb). Der Gewinn erscheint durch die

einmalige Abschreibung aufgezehrt. In diesem Fall muß die Umstellung als sinnlos angesehen werden. Kapitalmäßig: durch die Aussonderung der Betriebsteile 15 und die einmaligen Umstellungskosten 5, von denen die Verringerung der Abschreibungen mit 1 in Abzug zu bringen ist, ist insgesamt ein Kapitalverlust von 19 entstanden, ohne daß ein erhöhter Gewinn eingetreten ist. Betrieblich: Produktionsmittel sind ausgesondert worden, die unter Umständen in dem alten Verfahren hätten weiterverwendet werden können. Volkswirtschaftlich: eine vorzeitige Gütervernichtung, die eine künftige bzw. erhöhte Nachfrage nach neuen Produktionsmitteln nach sich zieht.

Nun geht aber der Anstoß zur Ueberlegung, ob ein Betrieb rationalisiert werden soll, eben von der Erwägung aus, daß ein rationalisierter Betrieb, d. h. ein Betrieb mit vollkommeneren technischen Herstellungsmethoden leistungsfähiger geworden ist, d. h. für die Kapitaleinheit mehr Leistungseinheiten herstellt. Angenommen: ein neuer Betrieb, der gleich in dieser technisch vollkommenen Form errichtet werden soll, arbeite mit folgender Bilanz:

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . . 40	Kapital . . . 65	Material und Löhne . . . 3	300 Stück zu 80 . . . 24
Maschinen . . 30	Kreditoren . 15	Abschreibung . . 3	
Betrieb 16	Gewinn . . . 6	Gewinn . . . 6	
<u>86</u>	<u>86</u>	<u>24</u>	<u>24</u>

In diesem Falle soll dem alten Betrieb A 1 nichts anderes übrig bleiben, als auch zu 80 zu verkaufen. Seine Produktion — 200 Stück — ergibt zu 80 nur noch 16; an Material und Löhnen soll eine Ersparnis von 1 möglich sein; dann sind, um auf einen Gewinn von 3,0 zu kommen, für Abschreibungen nur noch 3,0 vorhanden. Mit andern Worten, mehr als die Hälfte der Abschreibungen fällt aus, wenn sich der Betrieb noch einen Gewinn von 3 errechnen will. Der Ausfall von 2,5 Abschreibungen entspricht einem Kapitalverlust (für den Rest der Abschreibungszeit: 6 Jahre) von 12. Diesen Kapitalverlust sowie den Rückgang des Gewinnes von 4 auf 3 müßte der Unternehmer in Rechnung stellen gegenüber den oben berechneten Umstellungskosten von 19, die bei dem Uebergang zum rationalisierten Betrieb entstehen würden. Oder anders ausgedrückt: um den alten Betrieb — die technische Einrichtung als brauchbar, wenn auch nicht als »modern« vorausgesetzt — rentabel zu erhalten, ist ein Kapitalverlust von 12 zu buchen; dem Kapital von 68 stände dann ein Gewinn von 3 gegenüber, was einer Rente von 4,4 vH entsprechen würde (gegenüber von 5 vH — 4 auf 80 — vorher). Weiter müßten natürlich technische Ueberlegungen Platz greifen: ob der alte Betrieb in seiner technischen Einrichtung doch nicht eines Tages hinter dem rationalisierten Betrieb, dem weitere Entwicklungsmöglichkeiten offen stehen, zurückbleiben wird.

Jedenfalls sind solche Kostenerwägungen anzustellen, ehe man sich entschließt, die höheren Umstellungskosten — hier 19 — auf sich zu nehmen, solange es noch möglich ist, mit dem alten Betrieb weiterzukommen, wenn auch in der Preissenkung, die durch den besser arbeitenden Betrieb erzwungen wird, ein Kapitalverlust eingeschlossen ist. Dieser ist eben ein Zeichen dafür, daß nicht wirtschaftlich gearbeitet und der Betrieb rückständig geworden ist. Von hier aus ergibt sich dann

auch die weitere Ueberlegung, ob es nicht mit Rücksicht auf die Umstellungskosten, insbesondere auch auf die vorzeitige Vernichtung vielleicht an sich noch brauchbarer Einrichtungen empfehlenswert ist, von einer gänzlichen Neueinrichtung — Vollrationalisierung — abzusehen und die Verbesserung der Herstellungsverfahren unter weitgehender Benutzung der vorhandenen Einrichtungen durchzuführen. Vielleicht ist es ganz gut, daß Kapitalmangel und hohe Zinskosten den Drang nach Rationalisierung ein wenig gebremst haben. Es hätte sonst sehr leicht eintreten können, daß die beliebte Nachahmung amerikanischer Verfahren uns schließlich mit allen erdenklichen Feinheiten ausgestattete Fabriksäle beschert hätte, die aber mangels richtiger Kostenerwägungen betriebswirtschaftlich wie volkswirtschaftlich mit viel zu hohen Kosten — eben den Stilllegungen — erkaufte worden wären. Allerdings kommen noch andre Erwägungen hinzu, die im folgenden zu behandeln sind.

III.

Wesentlich anders stellt sich die Kalkulation nach erfolgter Umstellung: wie sollen die Umstellungskosten kalkulatorisch behandelt werden? Es soll zunächst angenommen werden, daß auch nach erfolgter Umstellung ein Preis von 100 (wie vorher) in Ansatz gebracht werden kann, obwohl ein Konkurrenzbetrieb und auch der »umgestellte« Betrieb bei einem Preise von 80 ihr Auskommen finden, d. h. einen Gewinn von 6 (siehe Bilanz B2) erzielen würden. Bei einem Preise von 100 würde sich die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung wie folgt stellen:

C 1

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . 40	Kapital . . 65	Material und	300 Stück
Maschinen . . 30	Kreditoren 15	Löhne . . . 15	zu 100 . 30
Betrieb . . . 22	Gewinn . 12	Abschreibung 3	
		Gewinn . . . 12	
	92	30	30

Der Gewinn von 12 würde die Deckung der einmaligen Umstellungskosten in Höhe von 5 zulassen, so daß im Umstellungsjahr immer noch ein höherer Gewinn 7 (gegen 4 im alten Betrieb) ausgewiesen werden könnte. Nimmt man weiter an, daß es dem neuen Betrieb gelingen würde, statt der ursprünglichen 200 sogar 500 Stück herzustellen, so würde sich folgende Rechnung ergeben:

C 2

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . 40	Kapital . . 65	Material und	500 Stück
Maschinen 30	Kreditoren 15	Löhne . . . 22	zu 100 . 50
ab still . . 15	Gewinn . 25	Abschreibung 3	
		Gewinn . . . 25	
Zugang . . 15		50	50
Betrieb . . . 35	105		

Jetzt kann der Gewinn von 25 verwendet werden: 1.) zur Deckung der einmaligen Umstellungskosten in Höhe von 5 und 2.) zur Abschreibung des einmaligen Buchverlustes auf Maschinen in Höhe von 15, so daß ein »Gewinn« von 5 übrig bleibt, der noch um 1 höher ist als im alten Betriebe (A1). Dann kann das Kapital auf

80 belassen werden. Der hohe Gewinn hat außerdem zu einer Liquidität — 35 an Stelle von 10 in A1 — geführt, die es ermöglicht, daß die Kredite von 15 zurückgezahlt werden. Der Rationalisierungsgewinn hat also ein doppeltes vermocht: Deckung der gesamten Umstellungskosten und Rückzahlung der Kredite. Dieses Ergebnis bedeutet: es besteht ein großer Anreiz, die Preise auch nach der Rationalisierung hoch zu halten, um zu diesem Erfolge zu kommen. Allerdings wird die Rechnung für die Öffentlichkeit anders aufgemacht:

C 3

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . 40	Kapital . . 80	Abschreibung 23	Bruttogewinn . 28
Maschinen . . 30	Gewinn . 5	Gewinn . . . 5	
Betrieb . . . 15			
	85	28	28

Und es heißt in der Erläuterung: der Gewinn wurde beeinträchtigt durch die technische Reorganisation, die nunmehr als abgeschlossen anzusehen ist. Und tatsächlich sind die hohen Preise vielfach mit dem Hinweis begründet worden, daß sie auch der Finanzierung dienen müßten, da die Kapitalbeschaffung auf Schwierigkeit stoße. Das ist die »Rationalisierung aus hohen Preisen«; der Unternehmer kommt zu dieser Auffassung, weil er glaubt, er müsse die Umstellungskosten zunächst und sofort in den Preisen hereinholen; privatwirtschaftlich ganz gut ausgedacht, betriebswirtschaftlich und volkswirtschaftlich aber unmöglich und auch unerwünscht.

IV.

Diese Rechnung hat zunächst ein Loch: Die durch die technische Reorganisation erzielte Absatzsteigerung setzt voraus, daß die Erzeugnisse auch abgesetzt werden. Eine Absatzsteigerung — und dazu in diesem Ausmaß — ist nur möglich, wenn die entsprechende Kaufkraft vorhanden ist. Wenn auch im allgemeinen die Summe sämtlicher Preise zugleich die vorhandene Kaufkraft einer Volkswirtschaft darstellt, so liegt es im vorliegenden Falle doch so, daß ein großer Teil der hochgehaltenen Preise nicht als Kaufkraft in die Volkswirtschaft eingeht, sondern zunächst zur Deckung ausgeschiedener Produktionseinrichtungen dient. Natürlich ist es möglich, daß in einem einzelnen Wirtschaftszweig eine Zeitlang der Absatz gesteigert werden kann, ohne daß die Preise gesenkt werden. Dann geht die Bevorzugung dieser Erzeugnisse auf Kosten anderer Wirtschaftszweige, deren Absatz zurückgehen muß. Im ganzen gesehen, ist daher die Steigerung des Absatzes nur bei Herabsetzung der Preise möglich.

Ueberhaupt ist grundsätzlich zu fordern, daß die herzustellenden Erzeugnisse jeweils nur mit den Kosten zu belasten sind, die für sie im Augenblick aufzuwenden sind. Bei dem neu einzurichtenden Konkurrenzbetrieb ist diese Forderung eindeutig erfüllt: nach der Bilanz B2 kann der Preis bei 300 Stück auf 80 ermäßigt werden, wobei noch ein Gewinn von 6 auf 80 Kapital übrig bleibt. Für den umzustellenden Betrieb ist es eben die in II besprochene Vorkalkulation, ob er zur Rationalisierung übergehen soll, wenn er bei einem Preis von 80 für die Umstellungskosten — 5 + 15 — keine andere Deckung finden kann als in einer Abschreibung am Kapital. Allerdings gibt es noch eine andere Art der Deckung der Umstellungskosten: das Fordsche Prinzip der Preissenkung. Angenommen bei einer Produktion von 300 sei

der Preis — wie oben — 80, bei einer Produktion von 800 könne dieser Preis auf 70 ermäßigt werden, tatsächlich werden aber 1200 Stück zu 78 — also 2 unter dem Konkurrenzpreise von 80 — verkauft, dann läßt sich folgende Rechnung aufstellen:

D 1

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . . . 40	Kapital . . . 80	Material und Löhne . . . 55	1200 Stück 94
Maschinen . . . 30	Gewinn . . . 31	Abschreibung 10	
Betrieb 41		Gewinn 29	
111	111	94	94

Die Rentabilitätsrechnung bei 800 Stück zu 70 ergibt folgendes Bild. Einnahme = 56, davon ab Material und Löhne = 41, Abschreibungen = 7, insgesamt 48, bleibt Gewinn = 8, d. s. 10 vH des Kapitals. Bei 1200 Stück zu 78 entsteht ein Gewinn von 29, der zur Deckung der Umstellungskosten von 20 zur Verfügung steht. Diese Rechnung ist grundverschieden von B 3, bei der die Umstellungskosten auch aus dem Gewinn gedeckt worden sind: hier aber durch Hochhalten des Preises auf 100, obwohl zu 80 geliefert werden konnte und der Konkurrenzbetrieb auf der Grundlage von 80 produziert. Im Beispiel System Ford — D 1 — dagegen ist ein Uebergewinn von 29 — 10 gleich 19 über den kalkulierten Gewinn von 9 (800 Stück zu 80) entstanden, und zwar durch Vergrößerung des Absatzes auf 1200 und bei einer weiteren Preissenkung von 80 auf 78. Erfolgt die Deckung der Umstellungskosten aus solchen »Ueber«gewinnen, dann ist die Rationalisierung technisch, betriebswirtschaftlich und auch volkswirtschaftlich gelungen. Entscheidend wird also die Frage der Absatzsteigerung; ob und in welchem Ausmaß eine solche bei uns im ganzen oder in den einzelnen Branchen möglich ist, soll hier nicht weiter untersucht werden. Es verdient nur festgestellt zu werden, daß im Grunde nur durch die Umsatzsteigerung jener Idealfall der Kostendeckung herbeigeführt werden kann, und daß daher die Frage des zukünftigen Absatzes auch schon bei der Vorkalkulation in Rechnung zu stellen ist.

Es sei wiederholt: es ist zu unterscheiden die Kalkulation, ob ein Betrieb umgestellt werden soll und die Preiskalkulation des umgestellten Betriebes. Im ersten Falle sind die Umstellungskosten mit den Kapitalverlusten zu vergleichen, die die Preissenkung hervorruft; bei der Preiskalkulation sollen die Umstellungskosten grundsätzlich das einzelne Erzeugnis nicht belasten; sie können ihre Deckung in den Uebergewinnen finden, die aus Umsatzsteigerung und Preissenkung entstehen.

V.

Praktisch können allerdings die Dinge zunächst anders laufen, weil in den hauptsächlichsten Wirtschaftszweigen von Grund auf rationalisierte Konkurrenzbetriebe nicht leicht entstehen können und die zur Rationalisierung übergelassenen Betriebe zunächst eine Strecke lang von dem gleichen Interesse beherrscht sind, möglichst viel aus den Preisen herauszuholen, bis schließlich der unzulängliche Absatz die Konkurrenz um den Preis um so stärker werden läßt. Die »Gefahren«, wenn man die Nichtbeachtung der hier entwickelten Grundsätze so nennen will, werden aber größer, wenn es zu Trustbildungen kommt und hier durch Monopolpreise jene Finanzierung aus den Preisen erzwungen werden soll. Die Entstehung der Trusts wird zwar stets damit begründet,

daß sie durch Stilllegung und Umlegung den Rationalisierungsgedanken besonders Rechnung tragen können; es scheint aber wichtig zu sein, in jedem Falle zu prüfen, ob auch hier entsprechend der technischen Stilllegung eine Stilllegung der Kosten für die nicht mehr tätigen Produktionseinrichtungen erfolgt ist bzw. die technische Zusammenlegung durch eine finanzielle ergänzt wird, d. h. das Kapital herabgesetzt worden ist, wenn die Stilllegungsverluste nicht aus den besonderen Rationalisierungsmehrgewinnen gedeckt werden können.

Nun ist zuletzt noch an den Fall zu denken, daß zwar unter Anwendung richtiger Kalkulationsgrundsätze die Preise gesenkt worden sind, der tatsächliche Umsatz aber nicht so gesteigert werden konnte, daß jene Uebergewinne entstehen. Ja, es ist denkbar, daß der tatsächliche Umsatz sogar hinter dem kalkulierten Umsatz zurückgeblieben ist; vielleicht weil alle Betriebe der gleichen Branche gleichzeitig und im vollen Umfang zur produktionssteigernden Rationalisierung übergegangen sind und der Markt zunächst für dieses Produkt keine Verwendung hat. In einem solchen Falle kann man viel von der Unterbietung der Konkurrenz und von »Verlust«preisen hören. Nach den voraufgegangenen Ausführungen bedarf es kaum des Hinweises, daß die Verlustpreise daraufhin zu prüfen sind, inwieweit sie die drei Bestandteile der Umstellungskosten: die Stilllegung, die einmaligen Kosten sowie die Neuanschaffung decken sollen. Soweit die Preise ausreichen, die letzteren zu decken, treten die ersteren als das, was sie in Wirklichkeit auch sind: als Kapitalverluste in die Erscheinung, die — weil sie nicht aus den Gewinnen abgeschrieben werden können — finanztechnisch auf dem Wege der Sanierung aus der Welt geschafft werden müssen.

Die der Öffentlichkeit vorgelegten Bilanzen lassen diese Sachlage nicht immer klar erkennen:

D 2

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . . . 40	Kapital . . . 80	Material und Löhne . . . 41	600 Stück zu 80 . . . 48
Maschinen . . . 30	Kreditoren 15	Abschreibung 23	Verlust . . . 16
Betrieb 19			
Verlust 16			
95	95	64	64

Hier erscheinen die gesamten Umstellungskosten als Aufwand des Umstellungsjahres, wodurch der Verlust von 16 entsteht. Dann wird die Herabsetzung des Kapitals von 80 auf 65 beschlossen und damit die Unterbilanz getilgt. Richtig würde die Rechnung lauten müssen:

D 3

Bilanz		Gewinn- und Verlustrechnung	
Grundstücke . . . 40	Kapital . . . 80	Material und Löhne . . . 41	600 Stück zu 80 . . . 48
Maschinen . . . 30	Kreditoren 15	Abschreibung 4	
Betrieb 8	Gewinn . . . 3	Gewinn 3	
1. Einmalige Umstellung . . . 5			
2. Buchverluste auf Maschinen 15			
98	98	48	48

Hiernach wäre das Kapital von 80 auf 60 herabzusetzen, wenn man den Jahresgewinn von 3 nicht mit zur Deckung der Umstellungskosten heranziehen will.

Das letzte Bilanzbild wirft endlich noch die Frage auf, ob es nicht möglich erscheint, die Umstellungskosten auf mehrere Jahre zu verteilen. Bezüglich der in diesem Auf-

satz genannten »einmaligen« Umstellungskosten ist oben bereits darauf hingewiesen worden, daß eine solche Verteilung unter dem Gesichtspunkt eines Nutzens oder einer Leistungssteigerung für mehrere Jahre wohl in Betracht kommen kann. Zweckmäßigerweise wird in einem solchen Falle in der Regel eine Verbuchung über ein Bestandskonto (Einrichtung, Maschine) vorzunehmen sein, von dem dann die entsprechende Abschreibung zu erfolgen hat. Grundsätzlich können auch die einmaligen Kapitalverluste — Aussonderung von Vermögensteilen — auf mehrere Jahre verteilt werden. Es müßten dann allerdings besondere Posten auf der Aktivseite der Bilanz gebildet werden: Umstellungskosten, die lediglich einen Berichtigungsposten zum Kapitel darstellen und durch entsprechende Abschreibungen zu tilgen sind. Wichtig ist aber der Hinweis, daß es sich hierbei immer nur um die bilanzmäßige Behandlung dieser Umstellungskosten handelt.

Hiervon ist die kalkulatorische Behandlung dieser Abschreibungsbeträge sehr wohl zu unterscheiden: als Teile der Selbstkostenrechnung dürfen die Kapitalverluste, auch in Gestalt von Abschreibungen, nicht erscheinen. Läßt man die Kapitalverluste in der Bilanz stehen, so bleibt das Kapitalkonto zunächst unberührt; dann kann der Ge-

winn nicht mehr ohne weiteres auf dieses Kapital bezogen werden. Insbesondere wird das Verhältnis von Kapital und Dividende gestört, was gleichfalls zu beachten ist. Aus alledem wird das Bestreben ersichtlich, möglichst bald mit den Umstellungskosten ins Reine zu kommen, d. h. sie nicht zu aktivieren, sondern sofort abzubuchen —, wenn man überhaupt einwandfrei verfahren will.

* * *

Ich habe in meinen Ausführungen mit Absicht nicht die Fragen der Lohnpolitik erwähnt. Ich glaube, daß man mit Erfolg darüber nur sprechen kann, wenn zunächst eine grundsätzliche Klarheit über die betriebswirtschaftliche Seite der Rationalisierung gewonnen wird: welche Kosten entstehen, wie sind sie kalkulatorisch und bilanzmäßig zu behandeln, was ist wirklicher Gewinn und was ist nur errechneter Gewinn und Verlust? Daß es in den hier benutzten Beispielen nicht auf ziffernmäßige Wirklichkeit, sondern nur auf Veranschaulichung der Grundgedanken ankam, braucht nicht besonders betont zu werden; es wäre aber erwünscht, wenn die Weiterführung dieser Gedanken auf Grund konkreter Ziffern der Praxis erfolgen könnte.

[3430]

Grundlagen des Börsenhandels

Von Dr. Walter Grünfeld, Berlin

Inhalt: Aeußerer Aufbau — Arten der Börsen und des Börsenhandels — Abwicklung des Börsengeschäftes — Der Reportkredit — Börse und öffentliche Meinung

Das tiefere Wissen vieler uns fast täglich beschäftigender Dinge ist oft zur allgemeinen Verwunderung recht gering. Hierzu gehört wohl auch die Reihe der Fragen, die auf die Börse, ihre Funktion, ihren Aufbau und die mit der Börse unmittelbar zusammenhängenden, mehr bankmäßigen Abwicklungen Bezug nehmen. Obwohl weite Kreise in Industrie und Handel mehr oder weniger häufig mit ihr in Berührung kommen, erlebt man es immer wieder zu besonderen Zeiten, daß im allgemeinen die Kenntnis von ihrem Wesen in mancher Hinsicht wenig verbreitet ist. In den Tagen des großen Börsenkraches Mitte Mai konnte man häufig die Beobachtung machen, wie Leute, deren Kapital diesem »Parkett« anvertraut worden war, zahlreichen Ausdrücken und Vorgängen am »schwarzen Freitag« und danach verständnislos gegenüberstanden. Daher kommt auch manche mitunter mit schweren Verlusten zu bezahlende Spekulation und schließlich auch eine falsche Beurteilung des volkswirtschaftlichen Wertes der Börsen überhaupt.

Mit Rücksicht auf diese Tatsachen wird in den folgenden schematisch geordneten Abschnitten ein Auszug aus all diesen Fragen zusammengestellt, um auch für die Schichten der Wirtschaft, die nicht unmittelbar in steter Beziehung zur Börse stehen, einmal ein Bild zu zeichnen, dessen Kenntnis zum besseren Verständnis der Börse wie auch der Vorgänge am Geld- und Kapitalmarkt und in der Bankwelt erforderlich ist. Zwecks kürzerer Darstellung soll im allgemeinen für die Betrachtung nur auf die Berliner Börse zurückgegriffen werden, da bei ihr als der größten und einer der ältesten Börsen die Grundlagen jedes Börsenhandels gegeben sind und ihre Einrichtungen auch im Laufe der Jahrzehnte mittelbar den jüngeren Börsen im Reiche als Vorbild dienen.

1. Die Börse in ihrem äußeren Aufbau.

1. Der volkswirtschaftliche Begriff und Zweck einer Börse.

Die Börse ist nach Geheimrat Schumacher¹⁾ eine an einem bestimmten Ort und zu bestimmter Zeit sich wiederholende Zusammenkunft von Handelsinteressenten, um Angebot und Nachfrage in gewissen Waren zusammenzubringen und damit den Abschluß von Handelsgeschäften zu marktmäßigen Preisen herbeizuführen, und zwar hat dies unter Beobachtung bestimmter Geschäftsgebräuche stattzufinden.

2. Die Entstehung einer Börse.

In vielen Fällen war es der Wunsch der Kaufmannschaft, an einem bestimmten für den Handel der betreffenden Ware günstigen Platz eine Börse zu errichten. Die Genehmigung erteilt die Landesbehörde. Für Berlin waren diese beiden Stellen die Industrie- und Handelskammer und das Preussische Ministerium für Handel und Gewerbe.

3. Die Börsenverwaltung.

Die genannte Landesbehörde überläßt für gewöhnlich (im Gesetz heißt es: sie »kann«) die Aufsicht über die Börse der Handelskammer, ernannt aber für größere Plätze zwei hauptamtliche Staatskommissare (oder Börsenkommissare). In Berlin: Geh. Regierungsrat Dr. Lippert und Assessor Dr. Ritgen. Der Kommissar ist nach § 2 des Börsengesetzes (B.G.) vom 8. Mai 1908 über alle Vorgänge zu unterrichten, die in wichtigeren Fällen von ihm an das Ministerium weitergeleitet werden.

Die eigentliche Verwaltung liegt in Händen des Börsenvorstandes, der sich in Anbetracht der Fülle von Arbeit und ihm obliegender Pflichten in Abteilungen

¹⁾ Vortrag in der Aula der Handels-Hochschule am 11. Februar 1927.

mit verschiedenen Aufgaben gliedert. Man unterscheidet daher Börsenvorstand Abteilung Wertpapierbörse mit 29 von der Börse und 7 von der Handelskammer zugewählten Mitgliedern, Abteilung Produktenbörse mit 16 und 4 Mitgliedern und die Abteilung Metallbörse mit 5 und 2 Mitgliedern; insgesamt zählt der Börsenvorstand in Berlin demnach 63 Mitglieder. Seine Leitung liegt in Händen der Bankiers Pohl (Hardy & Co.) und Lichtenhein (Königsberger & Lichtenhein). Des weiteren teilt der Börsenvorstand in Berlin seine Arbeit durch Bildung von Ausschüssen auf, von denen der bekannteste die »Dreimännerkommission« ist. In diesen Ausschüssen wird die Zulassung von Börsenbesuchern und von Wertpapieren geprüft, wird die Kursnotierung überwacht, werden Vorschriften über den Börsengang, ihren Ausfall usw. erlassen und kleinere Streitfragen gelöst (betr. Lieferbarkeit von Effekten u. ä.). Der Börsenausschuß mit 40 Mitgliedern, die vom Reichsrat ernannt werden, besteht aus Vertretern des Börsenhandels und der am Börsengeschäft interessierten Wirtschaftsgruppen (Landwirtschaft). Seine Tätigkeit ist mehr gutachtlicher Art.

Die letzte und höchste Instanz für das Börsenwesen Deutschlands ist der Reichsrat.

4. Die Zulassung zum Börsenhandel.

a) von Personen.

Die im Börsengesetz und in der Börsenordnung festgelegten Bestimmungen über die Zulassung von Personen zum Börsenbesuch und Börsenhandel sind mit äußerster Sorgfalt ausgebaut worden, um zu verhindern, daß sich am Börsengeschäft Leute beteiligen, von denen eine Schädigung dieser in unserer Volkswirtschaft notwendigen Einrichtung auch nur in der geringsten Form zu erwarten wäre. Es ist selbstverständlich, daß die Zulassung verweigert wird, wenn der Betreffende seiner Ehrenrechte verlustig ging, oder wenn durch Gerichtsbeschluß seine Verfügungsrechte beschränkt sind, wenn

betrügerischer Bankerott mit rechtskräftigem Gerichtsbeschluß nachzuweisen war, oder wenn er an ansteckender Krankheit leidet. Sonst sind volljährige Einzelkaufleute, persönlich haftende Gesellschafter oder gesetzliche Vertreter juristischer Personen wie auch Prokuristen und Bevollmächtigte ohne weiteres nach Prüfung der Angaben zugelassen.

b) von Wertpapieren.

Noch deutlicher und gleichzeitig berechtigter erscheinen die scharfen Bestimmungen über die Wertpapierzulassung. Nach § 36 (B.G.) ist die Zulassungstelle, also der Börsenvorstand, berechtigt, von den Gesellschaften, deren Aktien oder Schuldverschreibungen bzw. Pfandbriefe auf Antrag ihres Bankhauses oder Bankkonsortiums an den offenen Markt der Börse kommen sollen, ganz eingehende Angaben über ihre Lage und ihre Aussichten an Hand eines Projektes zu verlangen. Durch die Vorschrift des sogenannten »Sperrjahres« ist es einem ganz jungen Unternehmen nicht möglich, für seine Aktien einen Börsenkurs zu erhalten. Es muß der erste Jahresabschluß vorliegen. Das Publikum hat, wie es heißt, alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen Tatsachen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich zu erfahren. In den meisten Fällen, wo ein Zulassungsantrag innerhalb eines Geschäftsjahres eingeht, wird das Unternehmen eine Zwischenbilanz aufstellen. Wie es sich in den letzten Jahren dank der Kritik der Presse und der schärferen Beobachtung des Börsenvorstandes herausgestellt hat, finden sich in Börsenprospekten sehr häufig — man kann sagen, fast immer — genauere Angaben über die Verhältnisse des Unternehmens, als es aus den Jahresabschlüssen und den Geschäftsberichten für gewöhnlich hervorgeht. Allein schon eine Spezifikation der wichtigsten Betriebskonten der Bilanz genügt, um die Liquidität der Firma besser ermessen zu können.

Die deutschen Börsen

Arten der Börse	Handel und Notiz für	Börsenzeit (in Berlin)	Ort (Börsenplatz)	Zweck (nach dem Gesetz)
1. Fonds- oder Wertpapierbörse	Industrie-Aktien und Obligationen; Staatsanleihen, Provinzial- und Stadtanleihen des In- und Auslandes, Pfandbriefe, Kolonialwerte, Versicherungsaktien, Anteile am Gewerkschaftsvermögen (Kuxe), ausländische Noten und Münzen (Sorten) In- und ausländische Wechsel (Devisen)	12 bis 14 Uhr an Werktagen (im Sommer Sonntags keine Börse). Außerdem Vor- u. Nachbörse, besonders in Devisen wegen der Londoner und New Yorker späteren Börsenzeit: sogenannter Verkehr von Büro zu Büro	Berlin, Frankfurt a. M. (Abendbörse), Hamburg. — Provinzbörsen kleineren Umfanges: Augsburg, Bremen, Breslau, Chemnitz, Dresden, Düsseldorf, Essen, Halle a. S., Hannover, Köln, Königsberg, Leipzig, Magdeburg, München, Stettin, Stuttgart	Nach § 1 (Börsenordnung für Berlin) dient die Wertpapierbörse dem Abschluß von Großhandelsgeschäften in Wertpapieren, in- und ausländischen Wechseln und ausländischen Zahlungsmitteln jeder Art
2. Produkten- oder Warenbörsen	Greifbare und später lieferbare Waren: Weizen, Roggen, Gerste, Hafer, Mals, verschiedene Mehle, Zucker und andere landwirtschaftliche Erzeugnisse	13 bis 15 Uhr werktags	Berlin, Hamburg, Königsberg, Magdeburg, Stettin, Mannheim, Frankfurt a. M., München, Bremen, Leipzig, Köln u. a.	Nach § 1 (Börsenordnung) dient die Produktenbörse dem Abschluß von Großhandelsgeschäften in landwirtschaftlichen Erzeugnissen und andern Produkten und Waren außer Metallen
3. Metallbörse	Kupfer, Zink, Zinn, Aluminium, Nickel, Antimon, Silber, Platin, Gold; im Terminmarkt: Kupfer, Blei und Zink	13 bis 15 Uhr. Amtliche Notiz 14,20 werktags außer an Sonntagen	Berlin, Hamburg	Nach § 1 (Börsenordnung) Abschluß von Großhandelsgeschäften in edlen und unedlen Metallen
4. Verschiedene Börsen (Industriebörsen)	Baumwolle Kaffee Kakao Garn Frachten Eier	täglich desgl. desgl. nur alle 14 Tage täglich Montag und Donnerstag	Hamburg, Bremen (mit Terminmarkt) Hamburg Hamburg Stuttgart Duisburg Berlin	

Die Einteilung der deutschen Börsen.

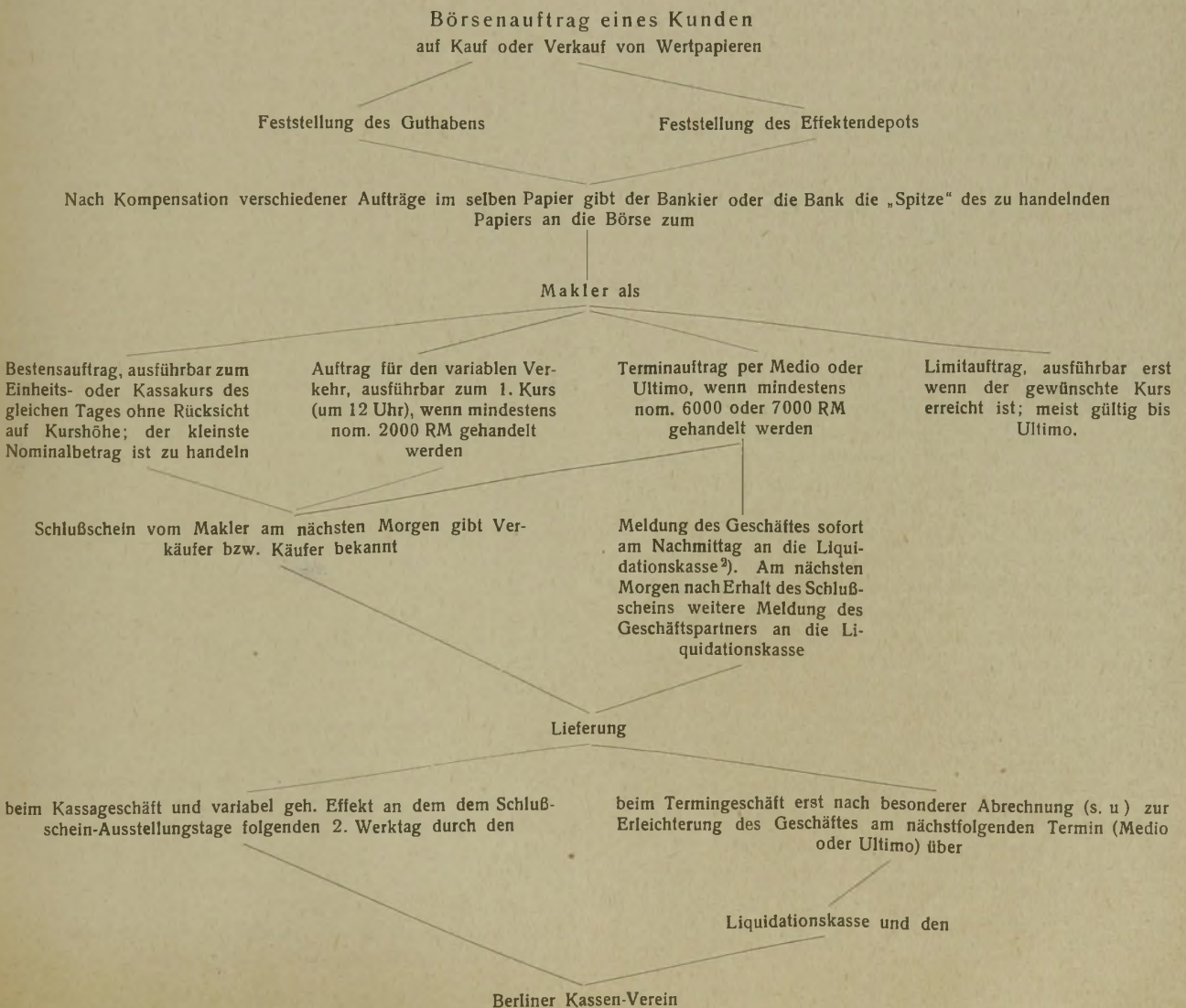
In der Zusammenstellung auf S. 206 zeigt sich bei einem flüchtigen Ueberblick bereits die überragende Stellung der Berliner Börse, die ziemlich alle Arten der Börsen in sich vereinigt. Den breitesten Raum im deutschen Börsenwesen überhaupt nehmen heute und seit jeher die Fondsbörsen ein, die bekanntlich auch die ältesten Börsen sind, obwohl der Warenverkehr mit Börsencharakter nicht etwa erst jüngsten Datums ist. Nicht zu erkennen ist aus der Uebersicht die Anzahl der an den einzelnen Börsen gehandelten Aktien oder Schuldverschreibungen, die Höhe der Umsätze im Warenmarkt. Man darf aber allgemein feststellen, daß die Zahl der in der Provinz, selbst schon in Frankfurt und Hamburg gehandelten Papiere weit zurücksteht hinter derjenigen in Berlin, da mit Ausnahme von ganz bedeutenden Werken der Industrie und großen Banken usw. hauptsächlich die Aktien von solchen Gesellschaften an den kleineren Börsen gehandelt werden, die »in der Gegend liegen« und am Berliner Platz keinen »Markt« finden würden. Genau so liegt es mit den Größenverhältnissen der Metall- und Produktenbörsen. Bedeutung haben nur sogenannte Monopolbörsen, wie Bremen, Hamburg, Berlin, Mannheim für Getreide, Bremen für Baumwolle, Magdeburg für Zucker, Hamburg für Kaffee und Essen für Kuxe. Sie alle zusammen aber sind volkswirtschaftlich heute nicht wegzudenken und erfüllen bei der Vertei-

lung der Güter in räumlicher und zeitlicher Hinsicht, sowie in Anbetracht der Kapitalbeschaffung eine bedeutende Aufgabe.

II. Das Innere der Börse — Der Börsenhandel.

Unter Börsenhandel soll im folgenden der leichteren Uebersicht wegen nur der Handel in Wertpapieren gemeint sein, weil die Begriffe zwar auch für den Produktenmarkt, die Devisengeschäfte und die Metallbörse Anwendung finden können, dort aber die Verhältnisse etwas verwickelter liegen. Für den Effektenmarkt läßt sich folgende kleine Gruppierung durchführen, um auf die Frage antworten zu können, wer geht mit seinem Geld an die Börse?

- a) Der Anlagesuchende. Seine Spargroschen oder Teile seines Betriebskapitals, das nicht mehr als solches zu verwenden ist, wandern an die Fondsbörse. Hauptaugenmerk ist auf eine Dividende oder einen Anleihezins gerichtet, die den Landeszinssatz (etwa den Reichsbankdiskontsatz) und die bankmäßigen Kreditzinsen überschreiten.
- b) Der Spekulant. Er handelt teils »berufsmäßig«, teils im »Nebengewerbe« und muß alle Augenblick mit Kursverlusten rechnen. Daher achtet er nur auf die Entwicklung der Kurshöhe, um einen etwaigen Gewinn »mitnehmen« zu können.
- c) Der Aufkäufer großen Stils. Besondere Interessen, seien sie rein kapitalmäßiger Art oder konzernartiger



²⁾ Wesen der Liquidationskasse s. weiter unten.

Natur, führen zu beträchtlichen Ankäufen, meist mit Aufgeld und ohne Rücksicht auf die Kurshöhe. Entsprechend gestaltet sich der Verkauf, wenn das Interesse an Unternehmungen fortfällt.

d) Ganz anders ist der Handel der Arbitrage, die eine Kursspanne in ein und dem gleichen Papier oder in Devisen an verschiedenen Börsenplätzen zum Handeln benutzt und auf diese Weise mitunter den Markt eines Papiers recht lebhaft beeinflussen kann.

Die vorhergehende Uebersicht auf S. 207 zeigt in schematischem Aufbau den Gang eines Börsenauftrages, wie er von allen denen gegeben wird, die nicht selbst an der Börse arbeiten dürfen.

Aus dieser Aufstellung sollen einige »Grundpfeiler« des Börsengeschäftes noch etwas genauer behandelt werden. Hierzu gehört vor allem die Stellung des Maklers, sowohl des vereidigten wie des freien Maklers, und die Kursbildung sowie die Arten des Börsenauftrages überhaupt.

1. Der Makler.

Sämtliche Aufträge, soweit sie nicht von den Firmen unmittelbar abgeschlossen werden, kommen durch die Bücher des Maklers zur Ausführung. Er bildet den Mittelpunkt des Marktes. Er berechnet den Kurs, und zwar in seiner Eigenschaft als vereidigter Makler, vom Oberpräsidenten der Provinz Brandenburg ernannt, mit der denkbar größten Objektivität und in der Absicht, alle Aufträge trotz der durch besondere Wünsche erschwerten Kursfeststellung zur Erledigung zu bringen. In Berlin gibt es rd. 120 Makler, eingeteilt in über 50 Gruppen, so daß stets 2 Makler die gleichen Papiere amtlich notieren. Vor seiner Schranke halten sich die freien Makler auf, die Vertreter der Banken, die das betr. Papier handeln oder bei der Kursfeststellung den Kurs stützen wollen, übrigens ein Vorgang, der dauernd bei den Emissionsbanken für ihre Papiere notwendig ist, sofern der Markt sich gegen das Papier wendet, den Kurs treibt oder drückt; dazu kommt ferner als unentbehrliches »Marktsubjekt« die berufsmäßige Spekulation (Kulisse).

2. Die Kursbildung.

Eines der schwierigsten, jedoch auch der interessantesten Kapitel der Börse ist die Kursgestaltung. Gerade in den letzten Jahren, während der Inflation und in den Zeiten des langsamen und zeitweilig rascheren Wiederanstiegs der Kurshöhe, galt die Hauptaufmerksamkeit ihm und den auf die Kurse wirkenden inneren und äußeren Umständen. Eine Untersuchung über die Kursbildung würde im Rahmen dieser Arbeit zu weit führen. Man findet in dem Buche von Prof. Prion über die Preisbildung an der Wertpapierbörse eine Arbeit, die, obwohl bereits fast 20 Jahre alt, doch noch heute ihren Wert erweisen kann. Uns interessiert hier nur die eigentliche Errechnung des Kurses, wie sie der Makler vornimmt, ohne Rücksicht auf irgendwelche volkswirtschaftlichen Beziehungen des Kurses etwa zur Rente dieser Aktie oder zur Beschäftigung des Unternehmens³⁾. Das ist Sache der den Kurs regelnden Banken, der Schutzpatrone, wie sie heißen. Nach § 29 (B. O.) darf bei der Kursfeststellung außer dem Staatskommissar, dem Börsenvorstand, den Börsensekretären, den Kursmaklern und den Vertretern der beteiligten Berufszweige, deren Mitwirkung die Börsenordnung vorschreibt, niemand zugegen sein. Im übrigen sei hier darauf hingewiesen,

³⁾ Hierzu vergleiche Schubert, Wie berechne ich den Kurs meiner Aktie, S. 211 in diesem Heft.

daß im Gegensatz zu allen andern Gewerben (mit Ausnahme des Viehandels) das bloße Wort von Mann zu Mann an der Börse gilt. Man sieht, welch Vertrauen einer dem andern entgegenbringt, und daß der Menschenschlag der »Börsianer«, allein aus dieser Tatsache zu schließen, doch vielen Angriffen zum Trotz von besonderer Qualität und Ehrlichkeit sein muß.

Im Buche des Maklers ergibt sich dann folgende bekannte Aufstellung, die der Deutlichkeit wegen auch an dieser Stelle wiedergegeben sei:

Hamburg - Süd⁴⁾.

Kauf:

nom.	30 000	an Deutsche Bank	230	vH
"	27 000	an Hagen & Co.	230	³ / ₄ "
"	12 000	an Bleichröder	231	"
"	6 000	an Handelsgesellschaft	231	¹ / ₄ "
"	24 000	an Schl. Trier	bestens	"
nom.	99 000			

Verkauf:

nom.	18 000	von Commerzbank	230	vH
"	24 000	von Oppenheim	232	"
"	24 000	von Dresdner	232	¹ / ₂ "
"	48 000	von Lichtenstern	bestens	"
nom.	114 000			

Zunächst besteht eine Differenz zwischen beiden Seiten, indem der Makler 15 000 RM mehr verkaufen soll, als er zu kaufen hat. (Nebenbei bemerkt, wir müssen annehmen, daß diese Rechnung einmal, was praktisch nicht der Fall ist, für beide Makler, die beide die Aktien der Hamburg-Südamerikanischen Dampfschiffahrtsgesellschaft notieren, gemeinsam aufgemacht ist.) Der Ausgleich der beiden Seiten geschieht mit Hilfe der im Markt befindlichen Bankvertreter und vor allem besonders bei den Terminpapieren, die stets — abgesehen von ganz flauen Börsen — einen größeren Markt der Spekulation haben, mit Hilfe eben dieser in der »Kulisse« handelnden berufsmäßigen Spekulation. Der Makler wird nun versuchen müssen, den Kurs zu »rechnen«, bei dem die meisten Aufträge ausgeführt werden können. Die größte Aussicht liegt bei 230¹/₂ vH. Hierbei kann er der Commerzbank und Lichtenstern zusammen nom. 66 000 RM abnehmen und sie allen Käufern außer der Deutschen Bank, die nur bei 230 vH kaufen will, überlassen. Er braucht sogar zu 230¹/₂ vH noch 3000 RM, die er dann eben von der »Kulisse« mit den Worten abfordert: »Mir fehlen bei 230¹/₂ noch 3000 RM.« Die Antwort im Börsendialekt wird dann lauten: »3000 Süd an Sie mit 230¹/₂«, und die Makler notieren mit den Worten: »230¹/₂ 3000« oder »3 mille von Ihnen«. Der Rest der Kauf- und Verkaufsaufträge kann nun von den Banken entweder stehen bleiben als Limitauftrag bis Ultimo oder zurückgezogen werden, in der Hoffnung, die Aktien im freien Markt zu den von der Kundschaft gewünschten Kursen handeln zu können.

3. Die Arten des Börsenauftrages und die Zeit der Kursfestsetzungen

Wie aus der Uebersicht auf S. 207 hervorgeht, unterscheidet man an der Wertpapierbörse mehrere Arten des Börsenauftrages, deren Entstehung mitunter auf verschiedene Gründe zurückgeht. Der Kassa- oder Einheitskurs gilt für die Mehrzahl aller an der Berliner Börse und an einer Börse überhaupt gehandelten Effekten. Die Umsätze in vielen Papieren sind so gering und lohnen nicht die Mühe der häufigeren Kursrechnung, die mitunter bei Dutzenden von Aufträgen für ein Papier

⁴⁾ Zur Berechnung steht der Kurs der Aktien der Hamburg-Südamerikanischen Dampfschiffahrtsgesellschaft.

einige Minuten — meist für die Kulisse Minuten bangen Wartens — dauert. Die Kassakurse werden laut Vorschrift der B.O. um 13 Uhr festgesetzt. Zu diesem Einheitskurs können Aufträge ausgeführt werden, die — sofern Aktien in dieser Höhe bereits bestehen — den Nominalbetrag von 20 RM nicht zu übersteigen brauchen. Für Papiere mit einmaliger Notierung am Tage entfällt entsprechend dem allgemeinen Interesse an diesen Werten auch der sogenannte Markt, wie er sich bei allen andern Papieren findet, die mehrfach am Börsentage notiert werden.

Der variable Verkehr hatte besonders in den Nachkriegsjahren Bedeutung erlangt, als der Terminverkehr (seit Kriegsbeginn) eingestellt war. Auf Grund der stärkeren Interessennahme an größeren Gesellschaften seitens der Börse mußte mehrfach am Tage der Kurs festgestellt werden. Zuerst geschieht dies nun um 12 Uhr, dann um 13 Uhr (Kassakurs) und um 14 Uhr zum Schluß der Börse. Vor 12 und nach 14 Uhr, ebenso nach dem ersten Kurs finden laufend Umsätze statt. Außer den drei offiziellen wird dann jeweils der höchste und niedrigste Tageskurs im Kursprotokoll bekannt gegeben.

Am Terminmarkt, an dem von Kriegsbeginn an bis Ende September 1925 keine Kursnotiz stattfand, hat sich im Laufe der seitdem vergangenen $1\frac{3}{4}$ Jahre wie vor dem Krieg das größte Börsengeschäft gebildet. Die Umsätze in den bisher zum Terminhandel zugelassenen 70 Werten dürften ohne Frage die Umsätze — dem ausmachenden Betrag nach gerechnet — ziemlich alle andern Märkte zusammengenommen übertreffen. Die Zulassung zum Terminverkehr von Waren und Effekten erfolgt nach § 50 (B.O.) durch den Börsenvorstand. Sie darf nur erfolgen, wenn die Gesamtsumme der Stücke nom. 10 Mill. RM beträgt. Die Gesellschaft selbst muß ihre Einwilligung zum Termingeschäft in ihren Aktien geben. Der Reichsrat kann weitere Bestimmungen über die Voraussetzung der Zulassung treffen. Anteile von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen sind auf Grund § 63 B.O. nur mit Genehmigung des Reichsrats zugelassen. Die wirtschaftliche Bedeutung des Terminmarktes liegt auf der Hand. Jeder Börsenhandel beruht auf dem Grundsatz des möglichst raschen und möglichst vorteilhaften Geldumschlags. Der Terminhandel bietet dies wie kein anderer dadurch, daß die Spekulation weit weniger Kapital zum Börsengeschäft benötigt und weniger flüssige Mittel bindet, als es beim Kassamarkt und variablen Verkehr der Fall ist. Auch die Größe des »Marktes« eines Terminpapiers hat erhebliche Bedeutung für den wirklichen Zweck der Börse, erheblichere jedenfalls als andere »Märkte« vielleicht auch einmal vorübergehend erlangen können.

Zwecks größerer Sicherheit am Terminmarkt hat man an allen Börsenplätzen mit solchem Geschäft Liquidationskassen für Zeitgeschäfte gegründet, der alle Firmen angehören müssen, um überhaupt solche Terminverpflichtungen eingehen zu können. Wie aus dem Schema bereits ersichtlich ist, schickt der Händler bereits am Nachmittag des Börsentages eine Mitteilung (genau geregelter, einheitlicher Vordruck) an die Liquidationskasse, die über alle Geschäfte unterrichtet sein muß, um danach ihre Maßnahmen zu treffen. Bei »Schwachwerden« des Partners haftet die Liquidationskasse; sie kann es aus dem Grunde, weil jedes Mitglied je nach der Größe seiner Terminumsätze ein bestimmtes Guthaben halten muß (Mindestsumme 20000 RM).

Zur Erklärung des in den letzten Monaten oft gebrauchten Wortes »Report« diene folgendes kleine prak-

tische Beispiel: Man kauft am 20. eines Monats 30000 Farben-Aktien mit 300 vH zum Ultimo des laufenden Monats und behält sie trotz steigender Kursbewegung. Am Ende des Monats, wenn der Börsenvorstand den Abrechnungskurs bekanntgegeben hat, steht dieser sogenannte Mittelwert 310. Zum Abnehmen, wozu der Bankier verpflichtet ist, braucht er 93000 M, die ihm fehlen. Diese Summe nun stellt ihm ein anderer zur Verfügung, der dafür diese Effekten, wie die Börse sich ausdrückt, »hereinnimmt« und für sein Geld einen Zins, den Reportzins fordert. Das Hereingeben der Effekten selbst ist der Report. Die Bedeutung dieser Art Börsenkredit liegt nun darin, daß man als Sicherheit für die Gelder nur eine Deckung in gleicher Höhe der Gelder fordert, während es sonst üblich ist, doppelte Deckung zu verlangen. Die Reportgelder kosten zurzeit für Ultimo Juli $8\frac{3}{4}$ bis $9\frac{1}{4}$ vH gegenüber $8\frac{1}{4}$ bis $8\frac{3}{4}$ für Medio Juli. Die Höhe schwankt nach der Geldmarktverfassung. Man spricht von »steifer« und »flüssiger« Lage. Firmen, die keinen regelmäßigen Geldgeber haben, zahlen — auch bei verspäteten Dispositionen — bis zu 11 vH Reportzinsen. Das Gegenstück zu dem »Hereingeben« der Effekten durch den Geldnehmer liefert natürlich der für sein Geld zum Medio und Ultimo anlagesuchende »Hereinnehmer«. Dieses Hin und Her heißt börsentechnisch »Schiebung«.

Das Reportgeschäft leitet hinüber zur Verlängerung schwebender Termingeschäfte, zur sogen. Prolongation«. Kauft ein Bankkunde zum nächsten Abrechnungszeitpunkt Aktien, die er dann bei Fälligkeit nicht einlösen kann oder will, so besteht die Möglichkeit, das Engagement unter Anrechnung einiger Spesen zu verlängern. Diese bestehen aus: Aufgerechnete Zinsen (Reportzinsen), Stempel, Liquidationsgebühren und Provision. Eine ähnliche Rechnung wird im entgegengesetzten Fall, also bei Fehlen der verkauften Stücke, aufgemacht.

An dieser Stelle sei auch einmal der Grund für eine zweimalige Abrechnung während des Monats mitgeteilt. Infolge der ganzen Wirtschaftslage unterliegt die Börse stärkeren Schwankungen als vor dem Kriege, die innerhalb eines Monats so beträchtlich werden können, daß die am Monatsende von der Liquidationskasse im Verrechnungswege festgestellten Differenzzahlungen allgemein zu groß würden. Es gibt bekanntlich auf dem Terminmarkt auch gewisse Geschäftsarten, bei denen dieses Kursrisiko auf eine vorher bekannte Höhe festgelegt wird. Dies ist der Fall beim Prämiengeschäft, Stellage- und Noch-Geschäft. Die Höhe der Prämien (beim Stellagehandel das Vierfache vom eigentlichen Prämiengeschäft) richtet sich nach der Marktlage. Die Umsätze in diesem Handel sind fast so hoch wie beim einfachen Terminhandel. Der Vorteil im Prämiengeschäft besteht darin, daß, falls wie oben, für diesen Posten ein Kurs von 310/12 vereinbart war, der Käufer zum Medio oder Ultimo verdient, wenn der Kurs steigt oder 12 vH falls der Tageskurs unter 310 sinkt und er die Effekten nicht abnimmt, verliert; dies bedeutet nunmehr nur einen Bruchteil des sonstigen Verlustes.

4. Die Abwicklung des Börsenauftrages.

Obwohl die Erledigung eines Börsenauftrages bereits ziemlich stark das rein bankmäßige Gebiet streift, soll an dieser Stelle wenigstens auf die Einrichtung des Berliner Kassenvereins hingewiesen sein, durch den jedes Mitglied seine Effekten am Nachmittag des zweiten Tages, der dem Ausstellungstage der Schlußnota folgt, der Bank übergibt, am nächsten Morgen die für ihn bestimmten

Arten und Anzahl
der nach dem Amtlichen Kursblatt an der Berliner Wertpapierbörse notierten Papiere usw.

Art	1870 2. I.	1880	1890	1895 2. I.	1900	1910 2. I.	1910 19. XII	1913 31. XII	1914 30. VII	1916 ¹⁾	1917 3 XII	1919 31 XII	1923 21. XII	1925	1927
Telegraphische Auszahlung								30	30			13	21	26	27
Bankdiskont								14	15			8	14	14	14
Geldsorten-Banknoten								29	28			—	23	30	30
Dt. Staatsanleihen								—	—			71	77	72	43
Dt. Provinzanleihen								188	—			41	48	34	41
Dt. Fonds- u. Staatspapiere	63			175	279		587	—	—			—	—	—	—
Ausländ. Fonds ²⁾	39			162	252		373	—	—			—	—	—	—
Pfandbriefe								89	—			73	76	43	39
Stadtanleihen								230	—			315	323	160	160
Ausländ. Staatsanleihen								220	—			49	105	81	112
Eisenbahn-Aktien u. Obligationen	190			218	209		213	—	—			94	102	83	83
Bauk-Aktien	35			112	134		147	135	—			155	168	119	118
Pfandbriefe dt. Hypoth.-Banken							264	220	—			—	—	—	—
Industrie-Aktien insgesamt	12			432	753		1101	755	827 ³⁾		1032	663	800	862	799
Industrie-Obligationen								379	—			332	355	271	95
desgl. in Goldmark								—	—	—	—	—	—	209	372
Versicherungsaktien								52	—		47	47	52	55	50
Brauereien								67	—			56	45	45	42
insgesamt	370	662	1014	1371	1808	2736	2844	2874	3017	2792		2244	2599	2545	2412

Diese Angaben sind einem Steuerkurszettel entnommen. ²⁾ einschl. Staats- und Eisenbahn-Anleihen. ³⁾ ohne Bank-, Schifffahrts-, Brauerei-, Versicherungsaktien

Posten abholt und auf diese Weise die große Arbeit des Anlieferns an jede einzelne Firma erspart. Durch die Einrichtung eines Giro-Effektendepots kann auch die Depothaltung der Banken stark verringert werden. Eine ganz junge Einrichtung ist die des Effektenferngiros. Ueber die Bank des Berliner Kassenvereins erfolgen auch die Verrechnungen der Liquidationskasse.

5. Kurszettel und Nachrichtenwesen.

Gewissermaßen die Bindung zwischen den Vorgängen innerhalb der Börse und der Außenwelt ist der Kurszettel. Aus dem Kapitel der Kursbildung müssen wir nun nachtragen, daß der Makler jedesmal, nachdem ein Kurs errechnet wurde, den Durchschlag eines an seiner Schranke auszuhängenden Anschlages mit der Kursbewegung der Aktie dem Börsenvorstand zwecks weiterer Verwendung bei dem Druck der amtlichen Kursprotokolle zustellen muß. Dadurch wird es ermöglicht, daß die erst gegen 15 $\frac{1}{2}$ Uhr auf der Straße käuflichen Zeitungen bereits auf Grund dieser amtlichen Zahlen einen genaueren Kurszettel haben als die Börsenblätter, die ihre Kurse nach besonderen privaten Aufstellungen drucken und schon vor 15 Uhr fertiggestellt werden. Man muß auch die Schnelligkeit berücksichtigen, mit der der Druck einer solchen Kursseite in den Zeitungen vor sich geht, um fast unvermeidliche Fehler zu entschuldigen.

Im Amtlichen Kursblatt der Berliner Wertpapierbörse finden sich, wie überhaupt in jedem etwas genauer aufgemachten Kurszettel, neben den Dividenden oder Zinsen des Papiers auch neuerdings, etwa seit der Zeit der Umstellung der Aktien auf Goldmark, die Stückelung der Nominalbeträge sowie hinter der Kursziffer eine der folgenden Bezeichnungen: G., bz. G., bz., B., bz. B., etbz. G., — B., — G., x oder rep. Die Bedeutung dieser Abkürzungen gibt einen Einblick in die Kursrechnung des Maklers. Ausgeglichen ist der Kurs bei bz., G = Geld weist auf Nachfrage und B = Brief auf überschüssiges Angebot hin. Mit Geld drückt der Börsianer einen Kurs aus, zu dem er Käufer ist, mit Brief, zu dem er abgibt. Das x bedeutet, daß bei den Kursmaklern eingegangene Aufträge nicht restlos erledigt werden konnten, daß also bei xG. nicht alle Käufer Ware erhielten und bei xB. nicht alle Verkaufsaufträge ausgeführt wer-

den konnten. Im übrigen wird der Kurs, wenn nichts anderes vermerkt ist, in vH ausgedrückt, in wenigen Fällen in RM/Stück.

Die Behandlung des Kurszettels legt unwillkürlich auch die Frage nach der Anzahl der in Berlin, der größten deutschen Börse notierten Aktien, Schuldverschreibungen usw. nahe. Eine lückenlose Statistik hierüber, die sowohl die früheren Jahrzehnte wie auch die Entwicklung der Kriegs- und Inflationszeit berücksichtigt, besteht nicht. Die vorhergehende Aufstellung ermöglicht jedoch interessante Schlüsse auf die Börse.

Die Uebersicht zeigt trotz vieler Lücken annähernd die Entwicklung des Industrieaktienmarktes, der von 12 im Jahre 1870 auf eine Höhe von 1101 im Jahre 1910 answoll, die er später nie wieder erreichte. Dies hängt ebenso wie die Abnahme in den beiden letzten Jahren (von 862 auf 799) damit zusammen, daß für viele Unternehmen die Notiz wegen Konkurs oder Liquidation, vielleicht auch wegen Aufgehens in andere größere Gesellschaften im Zuge der Konzentrationsbewegung eingestellt wurde. Recht stark hat auf eine Bereinigung des Kurszettels hinsichtlich der zahllosen in- und ausländischen Anleihen die Inflationszeit gewirkt. Die Kursfeststellung ist bei vielen Schuldverschreibungen einfach wegen mangelnden Interesses eingestellt worden oder, wie es jetzt von Hypothekenbanken für ihre auf Papiermark lautenden Vorkriegspfandbriefe geschieht, selbst zurückgenommen worden. Neu aufgenommen ist nach der Inflation die Gruppe der auf Sachwert gestellten Anleihen und der auf Goldmark (Goldklausel) ausgestellten Obligationen industrieller Unternehmungen und öffentlicher Institute, obwohl dadurch Emissionen des gleichen Unternehmens an verschiedenen Stellen des Kurszettels aufzusuchen sind.

Der Kurszettel an sich, ganz gleich, ob der amtliche oder eine Kursaufstellung privater Seite, stellt eine wichtige Informationsquelle dar, vielleicht nach der mündlichen, telephonischen und telegraphischen die wichtigste überhaupt. Aus diesem Grunde erklärt sich auch, daß bereits während der Börsenstunden, also nach 12 Uhr, d. h. nachdem die ersten Kurse gemacht worden sind, durch das Wolffsche Telegraphenbüro drahtlos ganz Deutschland die ersten Berliner Kurse erfährt. Wichtiger als mancher Kurs ist aber für den Bankier der Provinz,

selbst für den, der keine Arbitragengeschäfte macht, die Stimmung an den Hauptbörsen Berlin, Frankfurt und Hamburg zu erfahren. Auch bedeutsame politische und wirtschaftliche Ereignisse rasen in den wenigen Börsenstunden durch den Draht bzw. durch die Luft. Und die Börse reagiert bekanntlich wie das feinste Barometer auf derartige Anregungen. Enge Verbindungen jedes Börsianers bringen es dann mit sich, daß an der Börse erstens keine Nachricht »zu spät« eintrifft und stets vor Erscheinen der Zeitungen bekannt wird, daß aber andererseits die wildesten Gerüchte durch die Sucht und die Hast auftauchen und den Kursstand auf ein ganz falsches Gleise bringen können.

In solchen Augenblicken ist es zunächst vielleicht etwas schwer, aus dem Gewirr der Gerüchte und der Meinungen das Wahre einer Meldung herauszulesen. Daß aber trotzdem die Börse bei jeder einzelnen Gesellschaft letztthin die Entwicklung in den Kursen widerspiegelt und darüber hinaus auch die Lage eines Industriezweiges,

ja schließlich der ganzen Wirtschaft, ist allgemein bekannt. Bekannt ist ferner und durch die Ereignisse bewiesen, daß derartige konjunkturellen Schwankungen der Börse früher bewußt und von ihr ausgewertet werden, ehe die öffentliche Meinung zu den einzelnen Ereignissen Stellung nehmen kann. Aus den Kursbewegungen wird sich danach für den Kundigen ergeben, wie es augenblicklich um die Konjunktur steht, und wie ihr Ablauf unter Umständen sein dürfte. Man weiß heute auch wieder in politischen Kreisen bei der wachsenden internationalen Geschäftstätigkeit der deutschen Börsen, insbesondere auf dem Gebiet der Devisenarbitrage und des nationalen Devisenhandels, die Börse als Barometer zu nutzen, das auf die großen, rein politischen Ereignisse im voraus seine Schatten wirft. Auch die jüngsten, eingangs erwähnten Ereignisse um den sogenannten »schwarzen« Freitag zeigten sich bereits wenige Wochen vorher, und zwar auf Grund einiger Äußerungen aus berufenem Munde der Industrie und Politik. [3429]

Wie berechne ich den Kurs meiner Aktie?

Von Geheimen Baurat A. A. Schubert, Steglitz

Gerichtlich beeidigter Sachverständiger für das Kammergericht und die Landesgerichtsbezirke I, II, III Berlin

Inhalt: Es werden die Richtlinien für eine wissenschaftlich exakte Wertung der Ertragsquellen und für ihre natürliche Abstufung kurz geschildert. Der aus wirtschaftlichen Erwägungen sich berechnende Tauschwert wird abgeleitet; an einem Zahlenbeispiel wird der wirtschaftliche Tauschkurs errechnet, der auch das Verhältnis des Eigenkapitals zu dem Fremdkapital berücksichtigt.

1. Die Leitgedanken.

Die nachstehende Untersuchung ist nicht für Leute bestimmt, die an der Börse spekulieren wollen, sondern für diejenigen verantwortungswilligen Führer von Unternehmungen, die wissen wollen, welches der normale, von Momenten der Spekulation und der augenblicklichen Börsenstimmung gereinigte Kurs ihrer Anteile sein müßte.

Die Frage ist nicht nur von Belang für die Leiter von Kapitalgesellschaften, deren Aktien an der Börse zugelassen oder dort außeramtlich »notiert« werden, sondern auch für Unternehmungen von Personenvereinigungen (Kommanditgesellschaften, Offenen Handelsgesellschaften), ja sogar auch für den Einzelkaufmann. Kurse sind kapitalisierte Renten; man erhält sie, wenn man den Wert des »Unternehmens als Ganzes« durch das in ihm gebundene Kapital teilt. Der Wert des Unternehmens als Ganzes spielt aber gemäß § 137 Abs. 2 der Reichsabgabeordnung (A. O.) und gemäß § 31 des Reichsbewertungsgesetzes (R. Bew. G.) vom 10. August 1925 für die steuerliche Vermögensfestsetzung eine wichtige Rolle; auch für Vermögensauseinandersetzungen muß man ihn kennen, denn in ihm drückt sich ja auch der Firmen- oder Geschäftswert aus.

Ueber die Preisbildung der Wertpapiere an der Börse gibt es eine sehr große Zahl von Abhandlungen. Die fruchtbarste von ihnen ist die Untersuchung des Zivilingenieurs Dr. phil. Felix Moral, Berlin, unseres Altmeisters auf dem Gebiet der Bewertung industrieller Unternehmungen, über das »Aktienkapital und Emissionskurs«¹⁾. Moral ist von der Ueberlegung ausgegangen, daß man vor der Emission von Aktien die inneren Verhältnisse eines Betriebes genau zu prüfen pflegt und dann die Kurse danach festsetzt. Er kommt nach der Untersuchung von 188 industriellen Unternehmungen allerdings zu dem Ergebnis, daß Dividendenpolitik und finanzielle Rücksichten

sich über die »inneren Verhältnisse« völlig hinwegsetzen, und daß die Emissionskurse nicht ohne weiteres gestatten, den Wert des Unternehmens als Ganzes zu berechnen. Er hat aber aus ihnen erstmalig einen mittleren Kapitalisierungszinsfuß für industrielle Unternehmungen abgeleitet.

Gelegentlich der Entschädigung der Kolonialdeutschen habe ich die Untersuchungen Morals und Prions²⁾ sowie die von Manfred Berliner³⁾ erneut aufgegriffen und es gewagt, eine »Normalkurstafel«⁴⁾ aufzustellen. Dabei haben sich auf völlig neuen Wegen zwei Möglichkeiten finden lassen, nicht nur die von Momenten der Spielsucht und der jeweiligen Lage auf dem Geldmarkt unbeeinflussten Normalkurse zu errechnen, sondern darüber hinaus die Kurse nach dem individuellen Charakter der betreffenden Ertragsquelle zu staffeln. Mannigfache Anregungen der führenden Betriebswirtschaftlehrer, Professor Schmidt, Frankfurt, Professor Leitner und Professor Nicklisch, Berlin, sowie solche, die aus der Praxis der Bewertung für Zwecke der Versteuerung wie der Entschädigung flossen, führten zu einem festen, eindeutigen Rechnungsgang, der auf alle Arten von Ertragsquellen beliebiger Dauer zwanglos anwendbar ist und selbst dem mathematisch weniger Geschulten sowohl die Nachprüfung der Ergebnisse wie die Ausschcheidung abwegiger Schätzungsergebnisse gestattet.

Die Fülle der Probleme, die in die Berechnung des Gemeinen Wertes hineinspielen, können hier natürlich nicht behandelt werden. Ich muß auf meine Arbeiten verweisen und mich hier beschränken, nur das Allernötigste mitzuteilen, was für die Berechnung der Kurse wichtig ist.

²⁾ Prion, Preisbildung an der Wertpapierbörse; Duncker & Humblot, Leipzig.

³⁾ Vergütung für den Geschäftswert beim Uebergang. Vortrag auf dem 8. Verbandstag deutscher Bücherrevisoren 1912.

⁴⁾ Schubert, Der Gemeine Wert (Anhang), Industrie-Verlag Spaeth & Linde, Berlin W10.

¹⁾ In Schmoller, Staatswissenschaftliche Forschungen 1914. Verlag Duncker & Humblot, Leipzig.

Die Grundgedanken, auf denen sich die Lösung der Aufgabe aufbaut, sind:

- I. Wenn es einen Gemeinen Wert überhaupt gibt, muß er in Fällen der Enteignung und der Versteuerung derselbe Wert sein⁵⁾.
- II. Der Wert eines Nutzungsgutes ist stets nach drei Gesichtspunkten zu beurteilen: Nach der Frage:
 1. was kostet es heute, den Gegenstand zu beschaffen, herzustellen oder nutzbar zu machen (Kostenwert),
 2. was bringt er dann ein (Ertragswert),
 3. und welches Wagnis ist mit seiner Nutzung oder seinem Besitz verbunden?
- III. Der Wert eines Gegenstandes ist stets abhängig von der Art seiner Nutzung. Ist diese verschieden, so kann man nur immer den Wert vergleichen, der sich für alle diejenigen ergibt, die den Gegenstand in gleicher Weise nutzen wollen⁶⁾.
- IV. Ziel muß sein, alle bei der Ermittlung des angemessenen Preises auftauchenden Begriffe eindeutig als rechnerisch erfassbare Größen festzulegen, dann die sie verbindenden kaufmännischen und wirtschaftlichen Gedankengänge in Gleichungen festzuhalten, alle gefühlsmäßigen Momente und Schätzungen soweit irgend möglich auszuschneiden und die Stellen deutlich erkennbar zu machen, wo das Leben und die Wirklichkeit das abstrakte Rechnungsergebnis beeinflussen können.

2. Der Kostenwert.

Zu diesen Grund-Leitsätzen und Zielen ist im einzelnen zu sagen:

Die Frage: »was kostet es heute, einen Betrieb, so wie er hinsichtlich seiner Leistungsfähigkeit und des Grades der Abnutzung seiner Bestandteile ist, neu aufzuziehen,« kann für die technischen Einrichtungen nur von den technischen Sachverständigen und für den kaufmännischen Teil nur von dem kaufmännischen Sachverständigen beurteilt werden. Dabei ist naturgemäß von den Tagespreisen, nicht von den seinerzeitigen Anschaffungspreisen auszugehen. Schwierigkeiten bereitet die Abschätzung des Abnutzungsgrades der einzelnen Gegenstände. Sie drücken in erster Linie jede Bewertung zu einer Schätzung herab.

Das darf aber nicht dazu verleiten, die Buchwerte als Wertgrößen zu benutzen, es muß vielmehr stets von dem Wiederbeschaffungspreis am Stichtag ausgegangen werden. Von ihm ist ein der künftigen Lebensdauer und der bisherigen Gebrauchsdauer entsprechender Betrag abzusetzen. Der Rest- oder Zeitwert stellt den Kostenwert⁷⁾ »S« dar, der in dem Unternehmen festgelegt ist und an dem der Wirkungsgrad des Betriebes zu messen ist.

⁵⁾ Wenn die Gesetzgebung auch einerseits will, daß der zu Versteuernde durch eine zu hohe Wertfestsetzung nicht geschädigt oder der zu Enteignende nicht ungerechtfertigt bereichert wird, andererseits aber verhindern will, daß durch eine zu niedrige Wertfestsetzung der zu Enteignende nicht geschädigt und der zu Versteuernde nicht in demselben Maße zur Tragung der allgemeinen Lasten herangezogen wird wie die übrigen Bürger, so muß doch der Rechnungsgang für die Ermittlung des Gemeinen Wertes in allen Fällen derselbe sein. Diesen einheitlichen Rechnungsgang gilt es zu finden.

⁶⁾ Man denke an ein Haus. Es hat drei verschiedene Werte: einen für den Baumeister, einen für die Klasse der Händler und einen für die Klasse der Vermieter. Ist der Baumeister oder der Händler gleichzeitig Vermieter, so hat das Haus für ihn denselben Wert wie für die Klasse der Vermieter.

⁷⁾ S an Sachwert erinnernd.

3. Ertragswert und Wagnis.

Aus der Frage: »was bringt das Nutzungsgut ein,« folgt schon, daß die Ergebnisse der Zukunft ausschlaggebend sind. Die der Vergangenheit bieten nur einen Anhalt. Für die Einschätzung dessen, was in der Zukunft einkommen wird, sind die kommenden Konjunkturverhältnisse, sowie die bau- und betriebstechnischen Verbesserungsmöglichkeiten oder Neuerungen zu beachten. Techniker und Kaufmann müssen auch hierbei zusammenarbeiten, um diese zweite Unsicherheit, die die Wertung zu einer Schätzung herabdrückt, auf ein Mindestmaß zu beschränken.

Die Vermengung der Begriffe Ertrag, Reinertrag, Gewinn und Reingewinn in der Gesetzgebung und in der Betriebswirtschaftslehre zwingt zu einer klaren Entscheidung:

Der »Ertrag« ist ein Sammelbegriff, er kann sowohl Gewinne wie Reingewinne, Reinertrag und Nettoertrag bedeuten.

Den Unterschied zwischen den Verkaufserlösen Σe und den Betriebsausgaben Σu bezeichne ich als Bruttoreinertrag. $R_b = \Sigma e - \Sigma u$. Zieht man davon die zur Erhaltung der Substanz erforderlichen Rücklagen r , die sich aus der Summe der Abschreibungen Σa für Altern und Verschleiß zusammensetzt, ab, so erhält man den Nettoertrag:

$$R_n = \Sigma e - \Sigma u - \Sigma a = R_b - r.$$

Auch für die Berechnung der Rücklagen r oder der Abschreibungen (Σa) ergeben sich große Schwierigkeiten. Die in der Praxis übliche Bemessung der Abschreibungen nach den Buchwerten ist falsch; nur die Bequemlichkeit, die sie bietet, und der steuerfiskalische Standpunkt ist der Grund, weshalb trotz besserer Erkenntnis immer noch an ihr festgehalten wird. Für uns kommt nur die Bemessung der Abnutzung nach den Wiederbeschaffungskosten in Betracht⁸⁾.

Ueber die Frage zu streiten, wie der Ertragswert berechnet werden soll, und ob man bei der Wertung nur vom Ertrage oder von den Kosten ausgehen, oder ob man aus dem Kosten- und dem Ertragswert einen Mittelwert⁹⁾ bilden solle oder dürfe, ist Zeitvergeudung: Der Nettoertrag läßt sich stets als ein Hundertsatz des Kostenwertes ausdrücken, darum muß es völlig gleichgültig sein, von welcher der beiden Größen man ausgeht: das Endergebnis muß immer dasselbe sein, wenn es richtig ist. Auch läßt sich mathematisch beweisen¹⁰⁾, daß der Gemeine Wert stets zwischen dem Ertragswert und dem Kostenwert liegt.

Die Frage, welcher Kapitalisierungszinsfuß zwecks Berücksichtigung des Wagnisses zu wählen ist, hat sich aus nachstehenden Gründen als nebensächlich erwiesen:

Das Wagnis, das mit dem Besitz und mit der Nutzung einer Ertragsquelle verbunden ist, ist im wesentlichen von drei Umständen abhängig: vom Landeszinssfuß (p), von der Ertragsdauer und von der Sicherheit, die die Ertragsquelle hinsichtlich der Höhe des Wertes der künftigen Erträge bietet.

⁸⁾ Vergleiche Schiff, Die Wertverminderung bei Betriebsanlagen; Schubert a. a. O.; Schmidt, Organische Bilanz.

⁹⁾ Stadtbaurat Kampf im »Grundstückwert«, Professor Schmalenbach in »Finanzierungen«, Dr. Moral in der »Wertabschätzung industrieller Unternehmungen« empfehlen dies, Professor Schmidt, Frankfurt, lehnt es ab.

¹⁰⁾ Heft 8 bis 10 des Jahrganges 1926 und Heft 4 des Jahrganges 1927 der Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis.

Das der allgemeinen Wirtschaftslage eines Landes entspringende Wagnis drückt sich in dem Landeszinssfuß, d. h. dem Zinsfuß für langfristige gesicherte Kredite aus. Es ist für alle Kapitalanlagen gleich, schwankt aber mit der Geldmarktlage. Von einem Tageszinssfuß von 1 vH der Inflationszeit sind wir heute wieder zu einem Landeszinssfuß von etwa $6\frac{1}{2}$ vH im Jahre zurückgekommen.

Kein Kaufmann wird eine Unternehmung, die mit irgend einem Wagnis verbunden ist, auf die Dauer betreiben wollen, wenn sie nicht eine höhere Verrentung abwirft, als dem Landeszinssfuß entspricht. Nur wenn, wie bei feldwirtschaftlichen Betrieben, in den Grund- und Bodenwerten gewisse Sicherheiten gegen Vermögensverluste liegen, begnügt man sich mit einer geringeren Verrentung.

Gewinn kann nur erzielt werden, wenn ein Wagnis eingegangen wurde. Wirft eine Ertragsquelle auf lange Zeit mit Sicherheit Nettoreinerträge ($R_n = R_b - r$) ab, die nicht höher sind als die zum Landeszinssfuß gerechneten Zinsen (also p. S.), so enthält dieser Nettoreinertrag keinen Reingewinn. Reingewinn (ρ) wird erst erzielt, wenn der Nettoreinertrag R_n größer als die Normalverzinsung (p. S.) der Kostenwerte ist.

Die Begriffsgleichung für den Rein- oder Uebergewinn ist daher: $\rho = R_n - p \cdot S$.

Ich betrachte also den Landeszinssfuß p als den Fixpunkt an dem Wertmaßstab, an dem der Rein- oder Uebergewinn gemessen werden kann, »denn alle Wertungen sind auf den Landeszinssfuß zu beziehen« (Martineit).

Das zweite Wagnismoment liegt in der Zeitdauer, für die das Nutzungsgut Erträge verspricht. Die Zeit- oder Ertragsdauer (n) kann je nach der Art des Nutzungsgutes verschieden sein. Bei Verbrauchsgütern (Zigarren, Kleidung, Maschinen, Häusern) kann sie wenige Minuten oder hundert Jahre betragen. Bei Grundstücken kann sie fast unbegrenzt sein, ist aber selbst bei ihnen niemals tatsächlich unbegrenzt. Bei Unternehmungen hängt sie zum Teil von der Substanz ab (Bergwerksbetriebe), zum Teil von der »Form« der Unternehmungen. Solche des Einzelkaufmanns oder des freien Berufes haben in der Regel eine kürzere Ertragsdauer als solche von Kapitalgesellschaften. Die voraussichtliche Ertragsdauer ist also stets unbestimmt. Ihre auch noch so genaue Veranschlagung schließt immer ein erhebliches Wagnis in sich (Unbekanntes Wagnis der Zukunft).

Auch das Wagnis hinsichtlich der Höhe des Wertes der einkommenden Erträge läßt sich rechnerisch niemals genau bestimmen. Soweit die Höhe der Werte der Erträge durch die veränderliche Kaufkraft der Währung bedingt wird, ist das Wagnis für alle Bewohner desselben Landes gleich (es drückt sich in dem Landeszinssfuß aus). Soweit sie durch die Menge der einkommenden Erträge bestimmt wird, spielt die Konjunktur des betreffenden Geschäftszweiges wie die Form und Art der Unternehmung eine Rolle. Aus der Vergangenheit lassen sich zwar gewisse Schlüsse über die Geschicklichkeit und die künftigen Erfolge der Betriebsleitung ziehen, auch weiß man, daß niedrig verrentliche Betriebe — z. B. Landwirtschaft, Nahrungs- und Bekleidungsindustrie — ebenso Aktiengesellschaften eine höhere Gewähr für das gleichmäßige Einkommen der Erträge bieten als hochrentierende Handelsunternehmungen und Spezialfabriken: aber der wirklich in der Zukunft einkommende Nettoreinertrag kann immer nur geschätzt werden.

4. Natürliche Abstufung der Ertragsquellen.

Die Auswirkungen dieser verschiedenen Unsicherheiten bezüglich des Wagnisses der Zukunft lassen sich in ihrem Einfluß auf die gesamte Wertabschätzung eines Unternehmens auf zweierlei Weise erheblich mildern:

1. indem man die Ertragsquellen nach langlebigen und kurzlebigen unterscheidet und sie dann nach dem Grad der Sicherheit hinsichtlich der Ertragsdauer und hinsichtlich der Höhe des Wertes der einkommenden Erträge abstuft;
2. indem man sowohl den Nettoreinertrag (R_n) als auch den Uebergewinn (ρ) zur Ausgangsgröße der Wertung macht und gesondert berücksichtigt, welches Wagnis nach Zeit und Höhe auf den Normalertrag (p. S.) und auf die Ueberwinne ρ entfällt.

Scheiden wir die kurzlebigen Nutzungsgüter aus unserer Betrachtung aus, so ergibt sich folgende natürliche Abstufung der langlebigen Ertragsquellen:

Natürliche Abstufung langlebiger Ertragsquellen.

1	2	3	4	5
Stufe	Wagnis bezüglich der Zeitdauer der Höhe der Jahreserträge		Charakter der Ertrags- quelle	Nutzung fließt etwa aus Unternehmungen der
00	sicher kleiner als Null	sicher kleiner als Null	irreal	—
0	fast Null	sicher kleiner als Null	ideal	Staatsmono- pole, Land- Forstwirtschaft
I	fast Null	fast Null	wagnis- behaftet	Kapital- vereinigungen
II	größer als Null	fast Null	zeitbedingt	Personen- vereinigungen
III	größer als Null	größer als Null	zeit- und ertragsbedingt	des Einzel- kaufmanns
IV	erheblich größer als Null	größer als Null	zweifelhaft	freier Berufe

Mit dieser Abstufung ist ein Rahmen geschaffen, in den man die einzelnen Unternehmungsarten und Formen allgemein einordnen kann. Ertragsquellen, die sowohl hinsichtlich der Ertragsdauer wie der Werthöhe der Erträge volle, restlose Sicherheit bieten (00), gibt es nicht. Darum charakterisiere ich sie als »irreale« Ertragsquellen.

Die nächste Stufe 0 könnte vielleicht durch landwirtschaftliche Unternehmungen dargestellt werden. Sie können als »ideale« Betriebe deswegen angesprochen werden, weil sie innerhalb mehrerer Menschenalter ertragsfähig gehalten werden können, ihre Erträge als Naturalgüter ihren Mann ständig ernähren werden und der Durchschnittsertrag, wenigstens der Menge nach, mit hoher Sicherheit voraus berechenbar ist.

Die Stufe I ist bereits hinsichtlich der Ertragszeit wie der Höhe der Erträge »wagnisbehaftet«. Sie umfaßt die Unternehmungen der Kapitalvereinigungen, für die im Handelsgesetzbuch § 178 ff. besondere, scharfe Vorschriften über die Gründung, die Rechtsverhältnisse der Gesellschaft und Gesellschafter, die Geschäftsführung, Rechnungslegung und die Kapitalerhaltung gegeben sind. Stetige Dividendenpolitik und Verteilung des Risikos auf viele Schultern gewähren höhere Sicherheiten als die Betriebe der Stufe II: der Personenvereinigungen. Bei ihnen ist die Lebensdauer der Un-

tenehmung und ihr Ertrag von der der führenden Gesellschafter bedingt.

Beim Einzelkaufmann (Stufe III) spielt die Geschicklichkeit und die Lebensdauer des Leiters eine noch größere Rolle: Zeitdauer und Höhe der Erträge sind mit noch stärkerem Wagnis behaftet. Immerhin ist auch hier Ersatz eines plötzlich gestorbenen Leiters möglich, während z. B. die Praxis eines Arztes (Stufe IV) plötzlich wertlos werden kann, wenn er verstirbt.

Schon diese kurze Charakterisierung der Abstufung der Ertragsquellen wird erkennen lassen, daß es nicht unbedingt nötig ist, z. B. eine Aktiengesellschaft in die Stufe I einzuordnen; sie kann unter Umständen auch einmal in Stufe IV gehören. Dies zu entscheiden ist aber nicht Sache des Rechnungsganges, sondern der Sachverständigen, die über die Aussichten des Betriebes im Rahmen der Wirtschaft, nach seiner technischen Leistungsfähigkeit und seiner Ausstattung, sowie nach Lage der Konjunkturverhältnisse zu urteilen haben.

5. Der irrealer Ertragswert.

Kapitalerhaltung und Kapitalmehrung sind die Ziele der Wirtschaft; die Kapitalerhaltung geht aber vor. Darum fordert der Wirtschaftler, daß eine Ertragsquelle dauernd mindestens einen solchen Bruttoreinertrag liefere, daß er sowohl das allgemeine, für jedermann gleiche, der jeweiligen Geldmarktlage entsprechende Wagnis deckt, das sich im Landeszinsfuß p ausdrückt, als auch darüber hinaus die Mittel liefert, die zur Instandhaltung und Instandsetzung der Ertragsquelle nötig sind (d. h. die Abschreibungen oder Rücklagen r). Der Mindest-Bruttoreinertrag muß also sein

$$R_{b \min} = p \cdot S + r.$$

Das heißt, der Mindest-Nettoreinertrag muß gleich sein $R_{n \min} = p \cdot S$, oder gleich den Landeszinsen auf den Kostenwert.

Wird durch ständige Ansammlung der Rücklagen ein Ersatzkapital gebildet, das gestattet, jederzeit beim Versiegen der Ertragsquelle eine gleich leistungsfähige wieder zu beschaffen, so bilden die Kostenwerte und die Reserven zusammen eine Ertragsquelle unbegrenzter Ertragsdauer. Ihr Mindest-Nettoreinertrag $R_{n \min} = p \cdot S$ wird dann zur ewigen Rente eines Kapitals, das sich nie verzehrt: er wird Zins im eigentlichen Sinne des Wortes.

Der Gegenwartswert eines Kapitals, dem auf n Jahre jährlich ein Betrag R entnommen werden kann, bis es schließlich aufgezehrt ist, wird bekanntlich erhalten aus der Kapital-Rentengleichung

$$E_m = R \frac{(q^n - 1)}{q^n (q - 1)}$$

Darin ist der Diskontfaktor $q = 1 + p$, und p der Landeszinsfuß (als Dezimalbruch geschrieben).

Wird nun eine Ertragsquelle durch dauernde ständige Instandhaltung und Instandsetzung so gepflegt, daß sie auf unbegrenzte, unendliche Zeit ($n = \infty$) die Nettoreinerträge R_n liefert, so ist ihr Gegenwartswert (mathematischer Ertragswert)

$$E_m = R_n \cdot \frac{(q^\infty - 1)}{q^\infty (q - 1)} = R_n \cdot \frac{(1 - \frac{1}{q^\infty})}{p} = R_n \cdot \frac{1}{p}$$

Besteht dann der Nettoreinertrag R_n aus dem Normalertrag $p \cdot S$ und dem Uebergewinn ρ , so wird der mathematische Ertragswert

$$E_m = (p \cdot S + \rho) \frac{1}{p} = S + \frac{\rho}{p},$$

d. h. der mathematische Ertragswert einer beliebigen Ertragsquelle läßt sich auffassen als eine Summe aus dem Kostenwert S und dem kapitalisierten Uebergewinn ρ .

Der Kostenwert S kann mit verhältnismäßig hoher Genauigkeit abgeschätzt werden, infolgedessen auch der Normalertrag; als unsichere Wertgröße bleibt nur der Reingewinn ρ über. Das Wertergebnis muß also genauer sein, als wenn wir den Nettoreinertrag kapitalisierten. Die Berücksichtigung der Abschreibungen ($\sum a = r$) bietet Gewähr für die dauernde Erhaltung der Ertragsquelle: wagnisbehaftet ist also nur noch der Reingewinn ρ , sowohl hinsichtlich der Zeitdauer wie seiner Werthöhe.

In dem Augenblick jedoch, in welchem wir die Ertragsdauer $n = \infty$ (unendlich) gesetzt haben, haben wir ja als restlos sicher unterstellt, daß der Reingewinn unendlich oft einkommen werde: infolgedessen entspricht der mathematische Ertragswert

$$E_m = S + \frac{\rho}{p}$$

einer Ertragsquelle der Stufe 00. Er ist also ein irrealer Wert, der im Leben von keiner Ertragsquelle je erreicht werden kann.

Damit ist eine wichtige Ausgangsgröße gefunden. In ihr ist nur der Uebergewinn ρ mit den Mängeln wirtschaftspsychologischer Wertabschätzung behaftet.

6. Der »ideale« oder börsenmäßige Ertragswert.

Wertungen, in denen nicht auch untersucht ist, ob der errechnete Preis von allen Käufern, die nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten rechnen, bezahlt werden würde, sind wertlos.

Bezeichnen wir den Uebergewinn-Ertragswert $\frac{\rho}{p}$ als den »falschen goodwill«¹¹⁾ und fragen wir uns, ob irgend ein Käufer B, der das Unternehmen vom Gründer A erwerben will, zu dem Kostenwert S noch diesen falschen goodwill hinzu bezahlen werde, so werden wir die Frage bald verneinen können. Der Käufer B legt anstatt S Mark noch den falschen goodwill-Betrag im Unternehmen fest; sobald er Bedenken hat, ob die Ertragsquelle in jeder Beziehung restlose Sicherheit gewährt, muß B seine Abschreibungen statt auf die Kostenwerte noch auf den goodwill erstrecken¹²⁾. Es ändert sich also für B der Uebergewinn, folglich auch der falsche goodwill. Zahlt ein zweiter Käufer C dem Käufer B diesen falschen goodwill, so ändert sich auch für ihn der Uebergewinn, mithin der falsche goodwill. B wird zur Erkenntnis kommen, daß er zuviel gezahlt hat, C dagegen, daß er gut mehr bezahlen durfte.

Zahlt ein dritter Käufer D den falschen goodwill, der sich für den C ergibt, so wird er bei der Nachrechnung finden, daß er zuviel dafür bezahlt hat.

Zu gleichen Ergebnissen werden alle folgenden Käufer E, F, G usw. X, Y, Z kommen. Ihre Rechnungen werden immer schärfer werden müssen, die Schwankungen zwischen den Preisen werden immer geringer, bis schließlich im Verlauf eines solchen Reihen-Tausches ein Grenzwert sich einstellt, der sich auch bei weiterem Umtausch nicht mehr ändert.

Dieser aus dem Ertragswert 0ter Ordnung abgeleitete Reihen-Grenztaschwert 0ter Ordnung ist rechnerisch leicht zu bestimmen¹³⁾, er ergibt sich zu:

$$T_{ideal} = S + \frac{\rho}{2p} = E_{ideal \max}$$

¹¹⁾ Ich lasse hier absichtlich das Fremdwort stehen und spreche erst vom Geschäftswert, wenn wir zu realen Werten kommen.

¹²⁾ Ein anderer, einwandfreierer Gedankengang, der aber des Raumes wegen hier nicht gebracht werden kann, ist in Heft 9 der Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis 1926 von mir entwickelt.

¹³⁾ Näheres siehe Heft 9 der Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis 1926 S. 207.

In ihm ist ein in mehrfacher Beziehung überaus bedeutender Ausdruck gefunden. Darum müssen wir uns noch etwas mit ihm befassen:

Aus dem Ertragswert ist ein Tauschwert geworden; trotz dieser Modulation durch den Reihentausch-Gedanken ist er aber dennoch ein Ertragswert geblieben. Denn das erste Glied, der Kostenwert S , stellt ja die kapitalisierten Normalerträge $p \cdot S$ dar; das zweite Glied sind die kapitalisierten Uebergewinne. Wir sind also für die weitere Rechnung der Frage enthoben, welchen Kapitalisierungszinsfuß wir wählen sollen, um dem höheren Wagnis einer Kapitalanlage Rechnung zu tragen: Für die Normalerträge bleibt es der Landeszinsfuß; für die Uebergewinne dagegen ist mindestens der doppelte Landeszinsfuß als Kapitalisierungszinsfuß zu wählen, sobald man zwar annehmen kann, daß die Uebergewinne auf ewige Zeit in gleicher Höhe einkommen werden, aber keine absolute Sicherheit dafür gegeben ist. Solche Ertragsquellen sind nach obiger Abstufung als »ideale« zu bezeichnen. Infolgedessen ist der aus dem irrealen Ertragswert abgeleitete Tauschwert identisch mit dem höchstdenkbaren Ertragswert idealer Ertragsquellen. Es ist

$$T_{\text{ideal}} = E_{\text{ideal max}} = S + \frac{p}{2p}$$

Das letzte Glied stellt den »falschen goodwill« idealer Ertragsquellen dar.

Beachten wir, daß der Uebergewinn p gleich der Differenz des Nettoreinertrags und des Normalertrags ist ($p = R_n - R_0 = R_n - p \cdot S$) und setzen wir dies in die Gleichung des idealen Ertragswertes ein, so erhalten wir aus

$$\begin{aligned} E_{\text{ideal max}} &= S + \frac{p}{2p} = S + \frac{R_n - p \cdot S}{2p} \\ &= \frac{2pS + R_n - pS}{2p} = \frac{S}{2} + \frac{R_n}{2p} \end{aligned}$$

Berücksichtigen wir weiter, daß im zweiten Glied $\frac{R_n}{p}$ gleich dem Ertragswert E_p ist, den man erhält, wenn man den Nettoreinertrag R_n mit dem Landeszinsfuß kapitalisiert, so können wir einfach schreiben:

$$E_{\text{ideal max}} = \frac{S + E_p}{2}$$

Das heißt: Der maximale Ertragswert für »ideale« Ertragsquellen ist gleich dem arithmetischen Mittel aus dem Kostenwert S und dem auf den Landeszinsfuß p bezogenen Ertragswert.

Drücken wir aber schließlich den Nettoreinertrag als (innere) Dividende des Kostenwertes aus, setzen wir also

$$R_n = d_i \cdot S,$$

so geht der ideale, maximale Ertragswert über in

$$E_{\text{ideal max}} = \frac{S}{2} + \frac{d_i \cdot S}{2p} = S \cdot \left(\frac{1}{2} + \frac{d_i}{2p} \right)$$

Schreiben wir dafür Kostenwert mal Kurs x , also: $E = S \cdot x$ und beziehen wir, wie es die Börse tut, den Kurs auf Hundert, so wird der ideale maximale Kurs

$$x_{\text{ideal max}} = 50 \left(1 + \frac{d_i}{p} \right)$$

Das ist aber derselbe Wert, der sich aus den Untersuchungen Dr. Morals über die Emissionskurse von 188 industriellen Unternehmungen als Mittelkurs ableiten läßt¹⁴⁾.

¹⁴⁾ Regierungsbaumeister Goedecke hat im Jahrgang 1926 der Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschungen S. 334 dankenswerter Weise darauf aufmerksam gemacht, daß sich aus dem Keil der Morals'schen Emissionskurse die obenstehende Mittelkursgleichung ableiten läßt. Es ist dies aber der einzige Punkt, in dem seine

Damit ist ein für die Kursbestimmung wichtiges Gesetz gefunden. Es lautet:

Der maximale, von Momenten der Spiel lust und der augenblicklichen Geldmarktlage unbeeinflusste Höchstkurs von langlebigen Ertragsquellen beliebiger Art, die möglicherweise auf unbegrenzte Zeit mit fast restloser Sicherheit gleichbleibende Uebergewinne abzuwerfen versprechen, also ideale Ertragsquellen sind, ist gleich dem Verhältnis des arithmetischen Mittels aus dem Kostenwert und dem auf den Landeszinsfuß bezogenen Ertragswert zu den Kostenwerten, die in der Ertragsquelle gebunden sind.

$$\text{Also } x_{\text{ideal max}} = \frac{S + E_p}{2 \cdot S} \text{ (mal Hundert).}$$

Den idealen Ertragswert können wir künftig den »börsenmäßigen« nennen.

7. Die wirtschaftlichen Tauschwerte und die Tauschkurse.

In allen bisherigen Rechnungen sind wir von feststehenden Größen ausgegangen. Der rein abstrakte, mathematische, irrealer Ertragswert führte zu dem abstrakten irrealen Tauschwert, dieser aber erwies sich plötzlich als ein reeller, wenn auch idealer Wert, denn er stimmte ja mit den mittleren Börsenkursen überein. Damit darf die nötige Verankerung der rein abstrakten Betrachtung mit der Wirklichkeit als vorhanden gelten: wir können jetzt Schritt für Schritt weiter gehen.

Wenn der aus dem mathematischen Ertragswert gefundene »ideale« Tauschwert mit dem über die Börsenkurse ermittelten Ertragswert idealer Ertragsquellen übereinstimmt, so wird man nicht annehmen können, daß irgend ein Käufer B eine Ertragsquelle, die nicht diese idealen Sicherheiten bietet, für einen Preis erwerben wird, der dem börsenmäßigen oder idealen Ertragswert entspricht. Sobald er Bedenken über den Charakter der Ertragsquelle hat, wird er sich ausrechnen, welche höheren Abschreibungen er vom Bruttoreinertrag absetzen muß, und wie sich dadurch seine »Uebergewinne« ändern. Er wird dann zu demselben Ergebnis kommen, wie oben bereits entwickelt, und folgern, daß er über den Betrag der Kostenwerte hinaus nur einen Teil des falschen goodwills idealer Ertragsquellen (also nur einen Teil von $\frac{p}{2p}$) bezahlen dürfe.

Ein zweiter, dritter, vierter Käufer usw. wird zu demselben Ergebnis kommen. Bei stetiger Nachrechnung werden sie finden, daß sie für eine »wagnisbehaftete« Ertragsquelle für den Geschäftswert¹⁵⁾ nur $\frac{p}{3p}$ Mark bezahlen dürfen¹⁶⁾. Das heißt, der Höchstpreis, den sie für »wagnisbehaftete« oder erstklassige Unternehmungen werden bezahlen wollen, entspricht der Gleichung

$$T_1 = S + \frac{p}{3p}$$

Auch er ist, aus den früher entwickelten Gründen, ein Ertragswert; ich nenne ihn den Wirtschaftlichen Tauschwert I. Ordnung, und bezeichne ihn mit T_1 .

Kritik meines Buches „Der Gemeine Wert“ etwas Positives bringt. Seine Gleichung des Gemeinen Wertes bedeutet einen Rückschritt, denn sie arbeitet unnötigerweise mit drei wirtschaftspsychologisch infizierten Größen.

¹⁵⁾ Jetzt verdeutsche ich das Fremdwort, weil wir endlich auf gesunde wirtschaftliche Grundlage kommen.

¹⁶⁾ Siehe Näheres in Heft 8 bis 10 der Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis 1926.

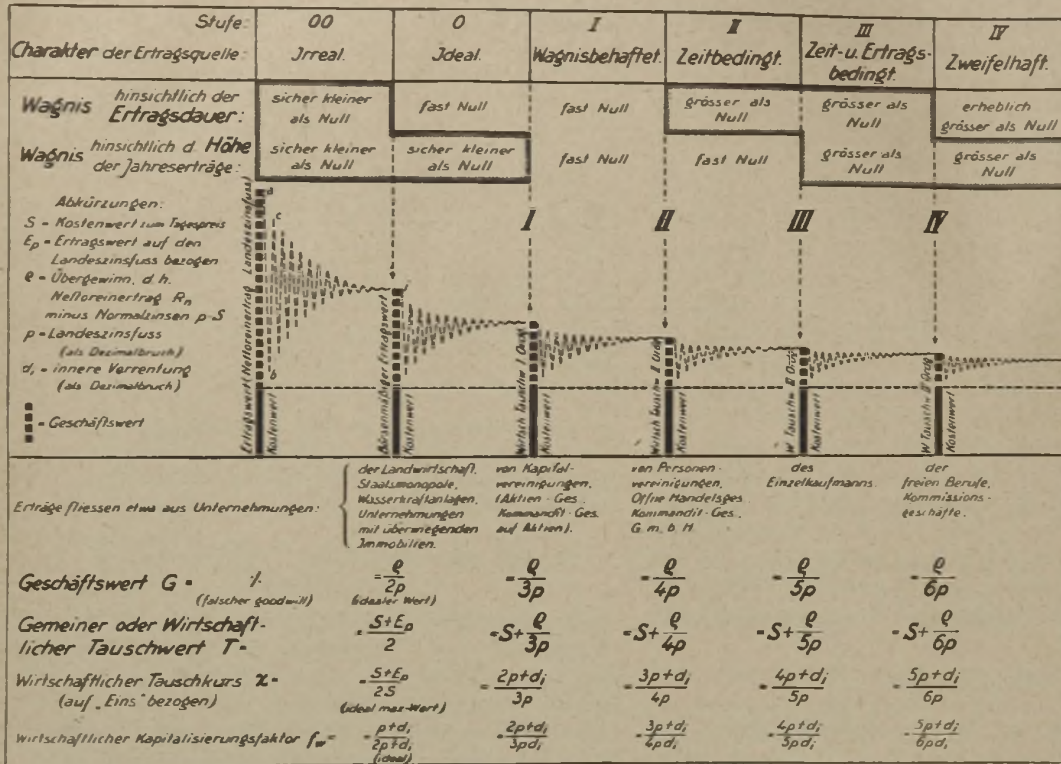


Abb. 1. Natürliche Abstufung der wirtschaftlichen Tauschwerte (Gemeiner Wert), Geschäftswerte und Tauschkurse langlebiger Ertragsquellen (Höchstwerte).

Bietet eine Ertragsquelle nicht dieselben Sicherheiten wie eine solche I. Stufe, d. h. wie eine »wagnisbehaftete«, so wird kein Käufer für den Wirtschaftlichen Geschäftswert I. Ordnung $\frac{p}{3p}$ Mark bezahlen wollen. Die Verfolgung des Reihentauschgedankens wird ihn zu einem Grenzpreis von $\frac{p}{4p}$ führen¹⁷⁾.

Verfolgt man diese Erwägungen weiter, so ergeben sich für die oben entwickelte natürliche Abstufung langlebiger Ertragsquellen ganz regelmäßige, logische Abstufungen der Wirtschaftlichen Tauschwerte wie der Wirtschaftlichen Geschäftswerte. Berücksichtigt man ferner

¹⁷⁾ Siehe Heft 8 bis 10 der Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis 1926.

noch, daß sich der Übergewinn p mittels der inneren Verrentung $d_i = R_n : S - p \cdot S = (d_i - p) \cdot S$, so läßt sich auch der wirtschaftliche Tauschkurs in korrespondierender Weise abstufen. Dem wirtschaftlichen Tauschwert II. Ordnung:

$$T_{II} = S + \frac{p}{4p}$$

entspricht ein Wirtschaftlicher Tauschkurs:

$$\alpha_{II} = \frac{T_{II}}{S} = \frac{S + \frac{p}{4p}}{S} = 1 + \frac{d_i - p}{4p} = \frac{3p + d_i}{4p}$$

Stellen wir die Ergebnisse zusammen, so erhalten wir die in Abb. 1 wiedergegebene natürliche Abstufung der wirtschaftlichen Tauschwerte, Geschäftswerte und Tauschkurse.

8. Beispiel der Berechnung des wirtschaftlichen Tausch-Kurses einer Maschinenfabrik A.-G.

a) Die Kostenwerte.

Der vorstehende Abriss der theoretischen Grundlagen soll an einem Beispiel kurz erläutert werden.

Eine Maschinenfabrik-A.-G. mittlerer Größe wies Ende 1926 folgende Buchwerte in der »Handelsbilanz«, und — nach Abschätzung durch technische und kaufmännische Sachverständige — die in der rechten Hälfte verzeichneten »Kostenwerte« auf:

	Handelsbilanz			Kostenwertbilanz		
	Einstandswerte	Ab-schreibungen	Bilanzwerte	Wiederbeschaffungswerte	Abnutzung	Kostenwerte
Aktiva						Aktiva
Verbrauchsgüter						
Gebäude usw.	220 000	120 000	100 000	276 000	36 000	240 000
Maschinen	330 000	165 000	165 000	220 000	40 000	180 000
Zubehör, Werkzeuge usw.	90 000	45 000	45 000	180 000	120 000	60 000
Betriebsstoffe, Inventar usw.	80 000	20 000	60 000	84 000	4 000	80 000
	720 000		370 000	760 000		560 000
Grundstücke	10 000		10 000	60 000		60 000
	730 000		380 000	820 000		620 000
Geldwerte						
Kasse, Wechsel, Bankguthaben, Außenstände	120 000		120 000	120 000		120 000
Warenvorräte						
Halb- und Fertigfabrikate	50 000		50 000	60 000		60 000
Summe	900 000		550 000	1 000 000		800 000
Passiva						Passiva
Aktienkapital			400 000	Eigenkapital nom.		400 000
Offene Reserve			50 000	Offene Reserve		50 000
Obligationen zu 5vH			100 000	Stille Reserve		250 000
				Fremdkapital:		
				Hypotheken zu 5vH		100 000
Gesamt-Kapital			550 000	Gesamtkapitalwerte		800 000

In dieser Bilanz erscheinen an erster Stelle die dem Verschleiß unterliegenden Verbrauchsgüter. Alle Gegenstände, die für die Weiterführung des Betriebes nötig sind, sind mit dem Einstands- bzw. Wiederbeschaffungspreis aufgenommen, überständige Geräte sind mit dem Schrottwert veranschlagt. Bei den Grundstücken ist der Wertzuwachs infolge der Verkehrsentwicklung berücksichtigt.

Die Verbrauchsgüter mit den Grundstücken zusammen bilden die »Quellenwerte«, weil aus ihnen die Haupteinträge des Unternehmens fließen.

Die Gegenüberstellung der Handelsbilanz und der Kosten- oder Tageswertbilanz besagt uns: In dem Unternehmen sind nach den Büchern (!) im Laufe der Jahre 730 000 M Quellenwerte angelegt worden. An Geldwerten waren am Stichtag 120 000 M, an Halb- und Fertigfabrikaten 50 000 M, insgesamt also 900 000 M festgelegt. Nach den Passiven war das anfängliche Aktienkapital wahrscheinlich 400 000 M; mit dem Wachsen des Unternehmens wurde außer der für Aktiengesellschaften gesetzlich vorgeschriebenen Reserve von 50 000 M noch Fremdkapital in Form einer Hypothek (zu 5 vH) von 100 000 M aufgenommen. Dadurch erscheinen nach den Büchern nur 550 000 M gebunden. Das Mehr von 900 000 — 550 000 = 350 000 M hat der Betrieb selbst durch erarbeitete Ueberschüsse aufgebracht. Wieviel aber davon noch in ihm steckt, und was etwa durch Verschleiß bereits verzehrt worden ist, das sagt uns die Handelsbilanz nicht.

Aus der Kosten- oder Tageswertbilanz erkennen wir, daß, wenn der Betrieb am Stichtage neu aufgezogen werden soll, dann für die »Quellenwerte« statt 730 000 M jetzt 820 000 M, also 90 000 M mehr aufgebracht werden müßten. Die Wertsteigerung des Grund und Bodens mit 50 000 M und die allgemeine Teuerung in den Baukosten, Maschinen usw. bedingen das. Auch bei den Warenvorräten kommt sie zum Ausdruck.

Die Nachprüfung durch Sachverständige hat jedoch ergeben, daß die Wertminderung an den Verbrauchsgütern nicht 720 000 — 370 000 = 350 000 M, sondern nur 760 000 — 560 000 = 200 000 M beträgt. Schon daraus ist zu schließen, daß in dem Unternehmen eine Stille Reserve von mindestens 350 000 — 200 000 = 150 000 M enthalten sein muß. Ihre wahre Größe finden wir aber erst, wenn wir die Schlußsumme der Aktiva in der Handelsbilanz mit der Schlußsumme der Kostenwertbilanz vergleichen. Durch Gleichsetzung der Passiva mit den Aktiven ergibt sich, daß die Stille Reserve 250 000 M betragen muß.

Dasselbe liefert ein Vergleich der Quellenwerte der beiden Bilanzen: in den

Verbrauchsgütern . . .	560 000 — 370 000 = 190 000 M
Grundstücken	60 000 — 10 000 = 50 000 »
Waren	60 000 — 50 000 = 10 000 »
sind insgesamt	<u>250 000 M</u>

Stille Reserven gebunden.

Der Nachweis des Vorhandenseins Stiller Reserven genügt aber nicht, um die Sicherheit des Betriebes als Ertragsquelle längerer Dauer beurteilen zu können: der durch Abnutzung der Verbrauchsgüter entstandene Fehlbetrag von 760 000 — 560 000 = 200 000 M muß in dem Unternehmen tatsächlich irgendwo gedeckt sein. Das ist in unserm Beispiel an sich der Fall, aber nur durch die Wertsteigerung des Grund und Bodens. Wäre diese nicht eingetreten, so würden in den

Geldwerten nur	120 000 M
und in den Waren nur . . .	60 000 »
zusammen nur	<u>180 000 M</u>

vorhanden sein. Es fehlten also 20 000 M, die wahrscheinlich einmal als Scheingewinne oder in Form von zu geringen Abschreibungen verteilt oder vergessen wurden.

b) Der Nettoreinertrag.

Die nächste Frage, die es zu beantworten gilt, ist: Welche Nettoreinerträge verspricht das Unternehmen für die Zukunft?

Nehmen wir an, daß bisher durchschnittlich alljährlich 1 100 000 M Verkaufserlöse erzielt worden seien, daß an Betriebsausgaben ohne die Abschreibungen 986 800 » entstanden seien, und daß man auch in Zukunft mit diesen Ziffern rechnen könne, so beträgt der jährliche Bruttoreinertrag
 $R_b = 113 200 M$

Nehmen wir ferner an, daß als Abschreibungen für Verschleiß jährlich etwa 7 vH¹⁸⁾ auf die Verbrauchsgüter, wie sie »zu Buche« stehen, gerechnet wurden, so würde der künftig zu erwartende bilanzmäßige Nettoreinertrag werden

$$R_{nb} = 113 200 - 25 900 = 87 300 M^{19)}$$

Jeder Kaufmann würde dann sagen, das Unternehmen verspreche eine jährliche Verrentung von 87 300 : 400 000 M = 21,825 vH.

Bei einem Landeszinsfuß von $p = 0,065$ würde der Laie folgern, daß der Kurs eines Anteils auf etwa $21,825 : 0,065 = 357$ stehen müsse, während die Börse — nach der oben erwähnten Normalkurstafel²⁰⁾ — ihn auf etwa 219 schätzen würde.

Beachten wir aber, daß in dem Unternehmen ja nicht nur 400 000 M, sondern noch 50 000 M Offene und 250 000 M Stille Reserven, ferner 100 000 M Fremdkapital arbeiten, so gelangen wir zu einem ganz andern Ergebnis.

Gehen wir wieder vom Bruttoreinertrag aus $R_b = 113 200 M$, ziehen wir dann die Abschreibungen zu 7 vH auf die Wiederbeschaffungskosten der Verbrauchsgüter von 760 000 M ab, d. s. 53 200 », zählen wir zu dem Rest von 60 000 M die Zinsen zu, die der Hypothekengläubiger aus dem Unternehmen zieht, mit 5 000 », so erhalten wir den tatsächlichen Gesamtnettoeinertrag zu $\Sigma R_n = 65 000 M$.

Er ist das Ergebnis einer Kapitalanlage von 800 000²¹⁾ M. Es ist also eine »innere Verrentung« von nur $d_i = \frac{65 000}{800 000} = 8,125$ vH zu erwarten.

Das Ergebnis ist ernüchternd. Hier zeigt sich mit aller Deutlichkeit, wie die Handelsbilanz und die kaufmännische Erfolgsrechnung das Wirtschaftsbild verzerren können.

Da der Landeszinsfuß zu $6\frac{1}{2}$ vH angenommen war, so ergibt sich nach Abzug der Normalzinsen auf die Kostenwerte ($800 000 \cdot 0,065 = 52 000 M$), daß nur ein Uebergewinn $p =$ von $65 000 - 52 000 = 13 000 M$ erzielt wird. Die geringe Spanne von nur $0,08125 - 0,065 =$ knapp $1\frac{1}{2}$ vH, um die die Verrentung der gebundenen Kapitalwerte von 800 000 M höher ist, als wenn sie als langfristige, ge-

¹⁸⁾ 7 vH auf 370 000 = 25 900 M.

¹⁹⁾ Siehe Schubert a. a. O. S. 74.

²⁰⁾ Siehe Schubert a. a. O. Anhang.

²¹⁾ Genau genommen müßte der mittlere Kostenwert, der im Laufe des Jahres in dem Unternehmen gebunden war, gerechnet werden.

sicherte Kredite begeben würden, muß zweifelhaft erscheinen lassen, ob sie das Wagnis deckt, das mit dem Betrieb industrieller Unternehmungen an sich verbunden ist.

c) Der »Insgesamt-Kurs«.

Damit sind alle Größen gegeben, die wir zur Kursberechnung brauchen:

- Der Kostenwert $S = 800\,000\text{ M}$,
- der Uebergewinn $\rho = 13\,000$ »,
- der Landeszinsfuß $p = 0,065$
- und die »innere Verrentung« $d_i = 0,08125$.

Der wirtschaftliche Tauschkurs des Unternehmens als Ganzes und als einheitliche Kapitalanlage wird — unter der Voraussetzung, daß es sich um ein Unternehmen handelt, das in die Klasse I der wagnisbehafteten Ertragsquellen gerechnet werden kann —:

$$\begin{aligned} z_i &= \frac{2p + d_i}{3p} = \frac{2 \cdot 0,065 + 0,08125}{3 \cdot 0,065} \\ &= \frac{0,13 + 0,08125}{0,195} = \frac{0,21125}{0,195} = 1,083 \end{aligned}$$

oder auf Hunderte bezogen 108,3.

Umgerechnet auf das Aktienkapital von 400 000 M würden wir $\frac{800\,000}{400\,000} \cdot 108,3 = 216,6$ erhalten.

Diese Einschätzung wäre aber zu hoch, weil sie noch nicht berücksichtigt, daß ein Fremdkapital von 100 000 M in Form von Hypotheken von 5 vH in dem Unternehmen mitarbeitet. Das verschiebt das Endbild und verwickelt die Rechnung noch etwas.

d) Der Einfluß des Fremdkapitals.

Der Gemeine Wert einer Forderung wird nicht nur von ihrer zahlenmäßigen Höhe bestimmt, sondern auch von dem Grad der Sicherheit, daß sie erfüllt werden wird. Weiter wird er bei Forderungen, die als langbefristete Darlehen gegeben wurden, von der Höhe der Zinsen bedingt, die während der Laufzeit auf sie gewährt werden. Arbeitet eine Unternehmung mit fremdem Kapital, so müssen diese Umstände auch den Gemeinen Wert der Eigenkapitalanlage oder des Reinvermögens beeinflussen. Der auf das Eigenkapital bezogene Kurs muß also ein anderer werden, als wenn das Unternehmen nur mit Eigenkapital arbeitet.

Es würde zu weit führen, hier alle Möglichkeiten zu untersuchen, wie sich das Verhältnis zwischen dem Eigen- zu dem Leihkapital in dem Gemeinen Werte des Reinvermögens auswirken kann: hier soll nur einer der Rechnungsgänge gezeigt werden, die beschritten werden können.

Wir berechnen zunächst den wirtschaftlichen Gesamt-Tauschwert I. Ordnung des Unternehmens.

$$\text{Nach der Gleichung } T_I = S + \frac{\rho}{3p}$$

wird für den Kostenwert $S = 800\,000\text{ M}$
und für den Uebergewinn $\rho = 13\,000\text{ M}$

$$3p = 3 \cdot 0,065 = 0,195$$

$$\text{der Geschäftswert } \frac{\rho}{3p} = \frac{13\,000}{0,195} = 66\,670 \text{ »}$$

Der Gesamt-Tauschwert wird $\Sigma T_I = 866\,670\text{ M}$.

Das Fremdkapital, die Hypothek zu 5 vH, dürfen wir indessen nicht mit ihrem Nennwert abziehen, sie ist weniger wert, weil sie ja zu einem niedrigeren Zinsfuß als dem Landeszinsfuß gegeben ist. Als Ertragsquelle für sich betrachtet kommt ihr jedoch auch ein anderer Charakter zu als dem Unternehmen an sich. Dieses wurde als »wagnisbehaftete« Ertragsquelle angesprochen. Die ding-

lich gesicherte Hypothek bietet hinsichtlich des Wagnisses bezüglich der Ertragsdauer und der Höhe der Jahreserträge höhere Sicherheiten: infolgedessen ist sie in die Klasse der »idealen« Ertragsquellen einzustufen. Ihr wirtschaftlicher Tauschwert wird also:

$$T_{\text{ideal}} = S' + \frac{\rho'}{2p}$$

Hierin ist S' der Kosten- oder Nennwert von 100 000 M; der Uebergewinn ρ' wird aber negativ! Denn der Normalertrag dieser 100 000 M müßte zum Landeszinsfuß $p = 0,065$ sein $R_0 = 6\,500\text{ M}$
Ihr tatsächlicher Nettoreinertrag ist aber nur $R_n = 5\,000$ ». Der Kreditgeber erleidet also einen Zinsverlust von

$$v = \rho' = R_n - p \cdot S = 5\,000 - 6\,500 = -1\,500\text{ M}.$$

Folglich wird die »kapitalisierte Einbuße«

$$\frac{v}{2p} = \frac{\rho'}{2p} = \frac{1\,500}{0,13} = \text{rund } -11\,540\text{ M}.$$

Dies abgezogen von $S' = 100\,000$ »

ergibt den wirtschaftlichen Tauschwert der Hypothek oder des Leihkapitals zu $T_h = 88\,460$ »

Ziehen wir ihn von dem wirtschaftlichen Gesamt-Tauschwert des Unternehmens als Kapitaleinheit, also von $\Sigma T_I = 866\,670\text{ M}$

ab, so bleibt als wirtschaftlicher Netto-Tauschwert $T_{In} = 778\,210\text{ M}$.

Dies ist der Gemeine Wert des Reinvermögens, das durch die Unternehmung dargestellt wird.

Der Geschäfts- oder Firmenwert der Unternehmung ist:

$$G_1 = 778\,210 - [800\,000 - 100\,000] = 78\,210\text{ M}.$$

(Kostenwert — Fremdkapital)

Der, von Momenten der Spiellust und der augenblicklichen Geldmarktlage unbeeinflusste (maximale) Netto-Tauschkurs²²⁾ der Aktien muß sein:

$$\begin{aligned} z_{In} &= \frac{T_{In}}{A} = \frac{\text{Netto-Tauschwert}}{\text{Aktienkapital}} \text{ (mal Hundert)} \\ &= \frac{778\,210}{400\,000} \cdot 100 = 194,6. \end{aligned}$$

Wir hatten oben unter b gefunden, daß die Börse, wenn sie nur nach der Handelsbilanz urteilt, zu einem mittleren Kurs von etwa 219 gelangen würde. Tritt dann zu dieser Ueberspannung um fast 13 vH noch die Spielsucht der Börsenjobber hinzu, so ist einerseits leicht zu begreifen, welche Gesamtüberspannung eintreten kann, andererseits aber wird — besonders nach den Ereignissen des berüchtigten schwarzen Freitags vom 13. Mai 1927 — erkannt werden, wie notwendig es ist, dem Schaden solch unsinniger Kursstürze durch wissenschaftlich exakte Berechnung der wirtschaftlichen Tauschkurse vorzubeugen.

Wenn mit dem hier entwickelten Rechnungsgang das Problem auch noch nicht in allen Feinheiten erschöpft und gelöst ist: ein erhebliches Stück ist es seiner Lösung näher gebracht. Das darf und kann behauptet werden, weil sich in allen von mir bisher untersuchten Fällen das rechnungsmäßige Ergebnis dieses Gedankenganges mit den in Wirklichkeit gezahlten Tauschpreisen fast genau deckte.

[3409]

²²⁾ Ein Maximalwert, weil ja aus dem Ertragswert idealer Ertragsquellen abgeleitet.

Absatzanalyse einer Futterstoffweberei (durchgeführt an den monatlichen Absatzmengen Zahlen der Jahre 1904 bis 1914)

Von Dr. Alexander Gutfeld, Berlin

Inhalt: Ein Beitrag zum Problem der Wirtschaftsprognose. Analyse der Ursachen der Absatzschwankungen — im Gegensatz zu mechanischer Vergleichung nach Art des bekannten Harvardbarometers — bringt Möglichkeiten der Lösung des Problems. Als Nebenprodukte der Analyse fallen Hinweise auf Rationalisierungsmöglichkeiten, Maßstäbe zur Beurteilung der Geschäftsentwicklung usw. an.

Zweck einer Absatzanalyse ist, die auf die Gestaltung des Warenabsatzes in einem Handels- oder einem Produktionsunternehmen einwirkenden Faktoren klarzulegen und den Grad ihrer Wirksamkeit möglichst in zahlenmäßige Form zu bringen. Das Ziel dieses Vorgehens ist, den Verlauf des Absatzes unter Ausnutzung der erkannten Zusammenhänge lenken und die getroffenen Maßnahmen auf ihre Wirksamkeit hin kontrollieren zu können. Wir skizzieren hier eine solche Absatzanalyse, indem wir die monatlichen Mengenzahlen des Absatzes einer Baumwoll-Futterstoffweberei unter den genannten Gesichtspunkten betrachten. Auf die mathematischen Vorgänge wollen wir nicht eingehen; die theoretischen Grundlagen seien nur gestreift, wo es zum Verständnis unbedingt notwendig ist, und ebenso die praktischen Ausnutzungsmöglichkeiten, deren Aufzeigung und Auswertung an sich schon eher in das Gebiet der Betriebswirtschaftswissenschaft fällt.

Abb. 1 zeigt die in Meßziffern verwandelten, d. h. in Vohundertsätzen des Gesamtmonatsdurchschnitts ausgedrückten Mengenzahlen in verschiedenen Zeitpunkten der statistisch-technischen Verarbeitung. Unsere Skizze soll dem Gang dieser Aufbereitung folgen. Betrachten wir die Kurve A', die rohen Meßziffern, so fallen scharfe Spitzen auf, die in regelmäßigen Abständen wiederkehren und denen kleinere Erhebungen zwar nicht so ausgeprägt, aber ebenso regelmäßig folgen. Diese Spitzen sind die Saisonschwankungen; in letzter Analyse lassen diese regelmäßigen Bewegungen in der Absatzkurve sich auf den Wechsel der Jahreszeiten zurückführen. Ihre zeitliche Lokalisierung haben sie im vorliegenden Falle von den Produktionsgewohnheiten der Abnehmerschicht der Futterstofffabrik, also hauptsächlich der Konfektion, erhalten. Es ist zu beachten, daß die Januar-Februar-Spitze (die sich auf die Sommerkonfektion bezieht) zwar stärker ausgebildet ist, daß aber die Summe, die die Spätsommer-Frühherbsterhebung darstellt, und die den Winterbedarf zusammenfaßt, größer ist, wie Abb. 1a zeigt. Die in dieser Zeichnung dargestellten Saison-Wirtschaftskenn-

zahlen sind durch ein besonderes, vom Statistischen Reichsamt ausgearbeitetes Rechenverfahren als Durchschnitte der tatsächlichen Saisonschwankungen in den verschiedenen Jahren — in denen ja die jeweilige Konjunkturlage den Umfang der an sich saisongemäßen Schwankungen modifiziert — errechnet. Die Tatsache der Saisonschwankungen ist zwar dem Geschäftsmann durchaus geläufig, und er pflegt deshalb den Umsatz eines Monats nicht nur mit dem des Vormonats, sondern auch mit dem des entsprechenden Monats des Vorjahres zu vergleichen.

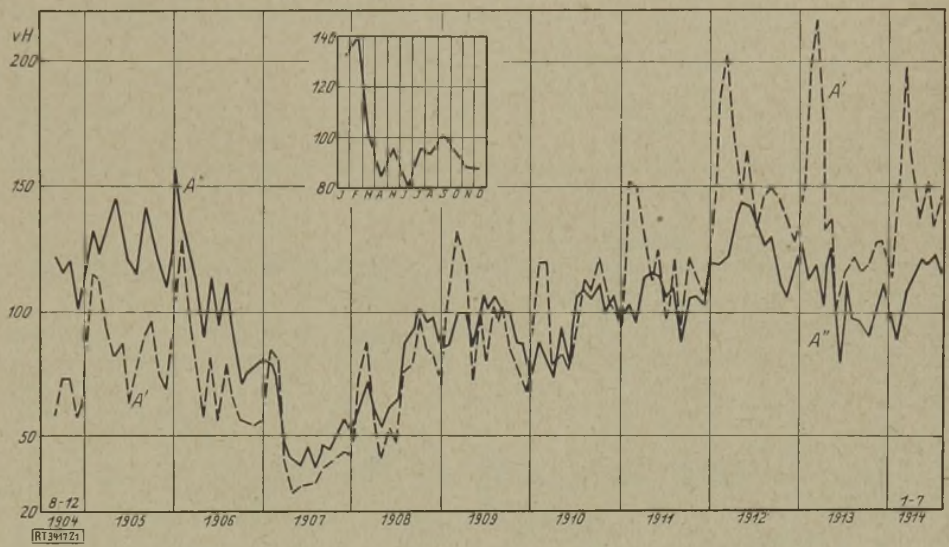


Abb. 1 und Abb. 1a (kleine Zeichnung)

A' = Die rohen Meßziffern des Absatzes. Grundlage: Monatsdurchschnitt August 1904 bis Juli 1914.
A'' = Dieselbe Reihe nach Ausschaltung der Saisonschwankungen und der Grundbewegung.

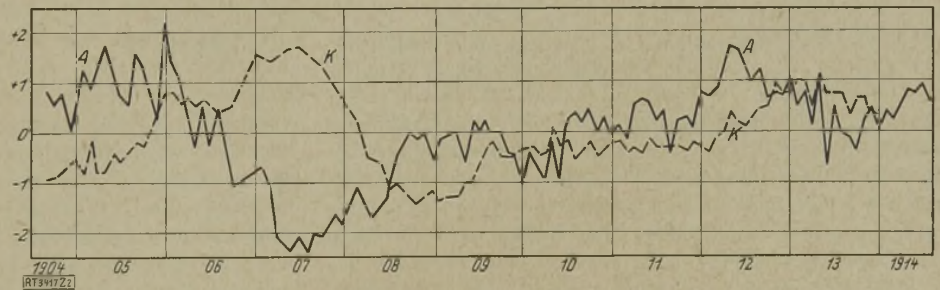


Abb. 2.

A = Absatzkurve (voll bereinigt).
K = Die allgemeine Konjunktur (nach der Untersuchung von Axe und Flinn, An Index of General Business Conditions for Germany; Review of Economic Statistics, 1925).
Beide Reihen in zyklischen Werten.

Die zahlenmäßige Festlegung ihres Umfanges und ihrer Lage aber, wie sie hier vorgenommen worden ist, bietet den Vorteil, daß nunmehr eine zuverlässige Grundlage für eine Geschäftspolitik geschaffen ist, die darauf hinzielen könnte, die Saisonschwankungen durch Verlagerung der Produktions- oder der Verkaufszeiten und -bedingungen zu beseitigen, wo dies nötig und möglich sein sollte. Um diese Bemerkungen auf den vorliegenden Fall zuzuspitzen: Saisonschwankungen in dieser Schärfe sind unwirtschaftlich, weil sie je nach der Organisation das Lager, die

Die zahlenmäßige Festlegung ihres Umfanges und ihrer Lage aber, wie sie hier vorgenommen worden ist, bietet den Vorteil, daß nunmehr eine zuverlässige Grundlage für eine Geschäftspolitik geschaffen ist, die darauf hinzielen könnte, die Saisonschwankungen durch Verlagerung der Produktions- oder der Verkaufszeiten und -bedingungen zu beseitigen, wo dies nötig und möglich sein sollte. Um diese Bemerkungen auf den vorliegenden Fall zuzuspitzen: Saisonschwankungen in dieser Schärfe sind unwirtschaftlich, weil sie je nach der Organisation das Lager, die

Fabrikationsanlagen und die Versandabteilung zu ungleichmäßig belasten.

Weiterhin läßt die Betrachtung der Kurve A' erkennen, daß der Absatz sich während der gesamten zehnjährigen Periode trotz gelegentlicher scharfer Rückschläge in ansteigender Richtung entwickelt hat. Stände uns für die Untersuchungsperiode ein Branchenindex zur Verfügung, der die Entwicklung der Futterstoffbranche oder wenigstens der gesamten Baumwollindustrie zeigt — die Baumwollzufuhr hat sich, weil zu stark von der Spekulation beeinflußt, nicht als brauchbarer Branchenindex erwiesen —, so hätten wir die Möglichkeit, die Entwicklung dieses Unternehmens der Branchenentwicklung gegenüberzustellen; und damit hätten wir einen Maßstab zur Beurteilung, ob das Unternehmen sich besser, schlech-

und die Grundbewegung, die das Bild verzerren, ausschalten. (Die Saisonschwankungen werden ausgeschaltet, indem man die Meßziffern mit der Saisonindexziffer des entsprechenden Monats dividiert. Zur Ausschaltung der Grundbewegung errechnet man für jeden Monat einen »Normalwert«, der aussagt, wie der Absatz sich entwickelt hätte, wenn die über 10 Jahre sich erstreckende Absatzsteigerung gleichmäßig vor sich gegangen wäre, und dividiert dann die von den Saisonschwankungen bereinigten Meßziffern durch die entsprechenden Normalwerte.) Kurve A'' zeigt die »bereinigten« Meßziffern des Absatzes. Der Konjunkturverlauf ist deutlich herausgearbeitet. Außer diesem zeigt die Kurve nunmehr nur noch kleine Absatzschwankungen, wie sie aus mancherlei Ursachen zustande kommen.

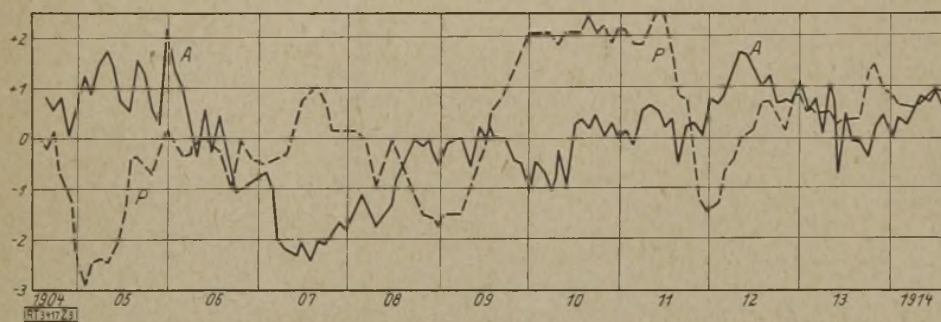


Abb. 3.

A = Die (voll bereinigte) Absatzkurve.

P = Der Preis amerikanischer Baumwolle (Monatsdurchschnittspreise für middling upland in Bremen).
Beide Reihen in zyklischen Werten.

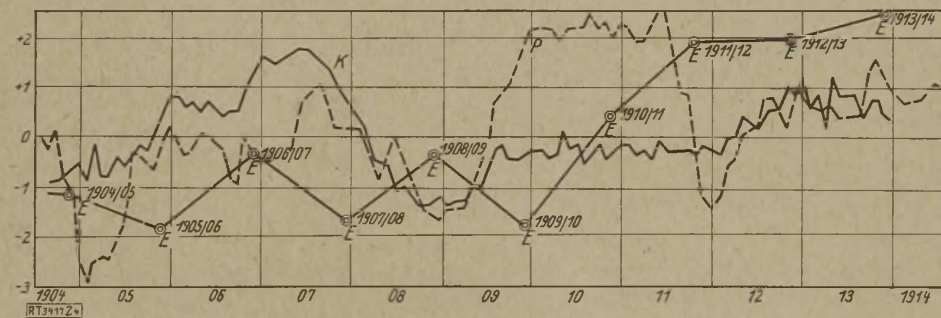


Abb. 4.

P = Baumwollpreis

K = Allgemeine Konjunktur

E = Erntemengen

Alles in zyklischen Werten.

ter oder in Übereinstimmung mit dem Durchschnitt entwickelt hat. Die Ursachen dieser, Grundbewegung genannten, Entwicklungslinie über lange Zeit hin sind vielfältig und im einzelnen nur schwer in ihrem Wirkungsumfange zu erfassen. Man kann kaum sagen, welchen Anteil die persönliche Tüchtigkeit des Unternehmers, die Geschicklichkeit der Vertreter, die zunehmende Kaufkraft der Bevölkerung und andere Ursachen an dieser Entwicklung haben. Nur das sei an dieser Stelle noch bemerkt, daß die Abweichungen von der Grundbewegung, die nicht konjunkturbedingt sind, in ihrer nachträglichen Analyse etwa über den Erfolg einer Reklameaktion, über den Erfolg oder den Schaden einer verkaufsorganisatorischen Maßnahme, die Wirkung einer Mode und ähnliches wertvolle Aufschlüsse bringen können. Da unser Material schon 15 bis 20 Jahre alt ist, können wir leider keine Beweise für diese Behauptung aus ihm herausholen.

Als dritte Bewegungsform erkennt man in der Kurve A' größere, unregelmäßige Wellenbewegungen: die Konjunkturschwankungen. Um diese besser betrachten und auswerten zu können, muß man die Saisonschwankungen

Die Konjunkturkurve des Absatzes, wie wir sie in Kurve A'' vor uns haben, besagt recht wenig. Erst durch Vergleichung mit andern wirtschaftlichen Tatbeständen erhält sie ihre Bedeutung. In Abb. 2 haben wir die Absatzkurve (A) mit einer Kurve der allgemeinen Konjunktur (K) zusammengestellt, um die Frage zu klären, in welchem Zusammenhange die Konjunktur dieses Unternehmens mit der Konjunktur der Volkswirtschaft steht. Man sollte annehmen, daß diese beiden Kurven in gleichem Sinne laufen müßten, da ja die Konjunktur des Unternehmens nur ein Ausschnitt, ein Teil der volkswirtschaftlichen Konjunktur ist. Tatsächlich ist dies, wie unsere Zeichnung zeigt, nicht der Fall. Es sind für diesen Tatbestand mehrere Deutungen möglich. Erstens nämlich ist zu beachten, daß die sogenannte »allgemeine Kon-

junktur« wesentlich durch Vorgänge repräsentiert wird, die der Produktionsmittelproduktion angehören, z. B. ist in der Kurve K neben den Preisen bestimmter, fast ausschließlich der genannten Sphäre angehöriger Waren die Roheisenproduktion enthalten. Die hier analysierte Ware aber ist ein Verbrauchsgut. Daß die Konjunkturen dieser beiden Gütergruppen nicht unbedingt zusammenfallen müssen, ist klar; die Nachfrage nach ihnen unterliegt verschiedenen Bedingungen. Weiterhin aber ist es denkbar, daß die Absatzkurve die Bewegungen der allgemeinen Konjunkturkurve vorausnimmt. Man könnte annehmen, daß die Absatzkurve dieses Unternehmens die Lage der Textilindustrie überhaupt darstellt (was wir hier nur unterstellen, aber, des unzureichenden Materials wegen, nicht fest behaupten wollen! Immerhin könnte es so sein; insbesondere scheint die später zu besprechende Abhängigkeit des Absatzes von Baumwollernte und -preis zugunsten dieser Auffassung zu sprechen!). Dann würde, von der Besserung der Lage der Textilindustrie her, über vermehrte Kaufkraft ihrer Arbeiter und über die Notwendigkeit des Ausbaues der Fabrikanlagen usw. hin die

»allgemeine Konjunktur« eine Folgeerscheinung der Absatzkonjunktur der Textilindustrie sein.

Aber wie dem nun auch sei: eine Abhängigkeit des Absatzes von der allgemeinen Konjunkturlage scheint — unmittelbar wenigstens — nicht zu bestehen. Es ist jedoch wichtig, zu erkennen, wovon der Absatz abhängig ist; denn nur eine Erkenntnis der Kausalzusammenhänge kann uns in den Stand setzen, die Lösung einer wichtigen Frage zu finden: wir können nur dann versuchen, die künftige Gestaltung des Absatzes zu prognostizieren.

In Abb. 3 finden wir Aufschluß über diese Frage. Sie zeigt den Futterstoffabsatz und den Preis für amerikanische Baumwolle. Die Kurven verhalten sich gegläufig zueinander: einem Steigen des Baumwollpreises entspricht ein Absinken des Absatzes — und umgekehrt. Die jeweiligen Umkehrungen in der Bewegungsrichtung der beiden Kurven fallen natürlich zeitlich nicht genau zusammen; vielmehr ist es typisch, daß bei Preissteigerungen auch die Absatzkurve zunächst etwas ansteigt, da die Abnehmer der Fabrik bemüht sind, sich noch mit verhältnismäßig billiger Ware einzudecken.

Um unserem Ziel der Prognose näher zu kommen, wollen wir den aufgedeckten Zusammenhang weiter untersuchen. In Abb. 4 ist die Preiskurve mit der allgemeinen Konjunkturkurve und den Erntemengen amerikanischer Baumwolle zusammengestellt. Sie zeigt, daß die Baumwollpreise von dem Ausfall der Baumwollernten abhängig sind: je größer die Ernte — im Verhältnis jeweils zum Vorjahre — desto billiger die Baumwolle. Freilich gibt es einen andern Faktor, der auf den Baumwollpreis einwirken kann: wir sehen im Erntejahre 1906/07 und auch 1910/11, daß der Preis nicht oder nicht in vollem Maße auf die bessere Ernte reagierte. Nun sind diese Jahre

Zeiten des Aufschwunges der allgemeinen Konjunktur gewesen.

Wir haben also folgende Kausalreihe festgestellt: Baumwollernte (und Allgemeinkonjunktur) — Baumwollpreis — (Fabrikatpreis) — Futterstoffabsatz. Wäre der Ernteausfall und die Entwicklung der allgemeinen Konjunktur voraussehbar, so hätte man die Lösung des Prognoseproblems erreicht. Tatsächlich sind die Verhältnisse für eine Prognose recht günstig. Denn bereits im Frühjahr erscheinen die ersten Saatenstandberichte des amerikanischen Ackerbauministeriums, die zwar über die endgültigen Mengen noch kaum etwas aussagen können, aber doch schon die Richtung angeben, ob die künftige Ernte besser oder schlechter sein wird als die vorjährige. So zeigt die Kurve P ihre Richtungsänderungen vorwiegend im Frühjahr. Wenn der Baumwollpreis auch gelegentlichen spekulativen Einflüssen unterliegt, so setzt sich doch die durch die Erntevorberichte usw. angegebene Tendenz durch.

So ist wenigstens eins der preisgestaltenden Elemente seiner Richtung nach vorher bestimmbar. Schwieriger liegt die Sache einstweilen noch mit der Voraussehbarkeit der allgemeinen Konjunkturentwicklung; doch auch hier ist eine gewisse Wahrscheinlichkeitsvoraussage bereits möglich.

Zum Ausbau des hier entworfenen Prognosesystems wäre es erforderlich, den mathematischen Korrelationen der verschiedenen Faktoren in der Kausalreihe nachzugehen. In Amerika sind — für andere Güter — solche Untersuchungen mit einigem Erfolge bereits unternommen worden, z. B. für den Zusammenhang zwischen Kornpreisen und Schweinepreisen im Bulletin »Corn and Hog Correlations« des U. S. A. Department of Agriculture.

[3417]

Der englische Empire-Gedanke als Wirtschaftsproblem.

Von Professor Dr.-Ing. W. Müller, z. Zt. England

Inhalt: Die künftige, notwendig erscheinende Umordnung der britischen Wirtschaft dürfte nach der Richtung der Autarkie und des gesicherten Binnenmarktes innerhalb des Gesamtreiches streben, der allerdings vorläufig noch große Schwierigkeiten hinsichtlich der Standortverteilung der Industrie entgegenstehen.

Kein Land ist durch den Weltkrieg in seiner Stellung zum Auslande mehr beeinflußt worden als Großbritannien, das nicht nur von den kontinentaleuropäischen Wirtschaften abhängt, sondern in ebenso starkem Maße auch von der wirtschaftlichen Entwicklung der außereuropäischen Länder beeinflußt wird. Nun hat aber der europäische Markt infolge der Verarmung der Völker und des gänzlichen Ausfalles Rußlands an Wichtigkeit eingebüßt, während in China, dem früheren Hauptabsatzgebiet für den englischen Handel, die Wirren lähmend wirken. Diese Hemmnisse werden noch durch die industrielle Entwicklung in den Ueberseeländern vergrößert; in Indien, Australien, Süd-Afrika und Kanada stehen heute die modernsten Hochöfen, Stahlwerke und Maschinenfabriken, und viele andere Industrien, die man vor dem Kriege nur in Europa und den Vereinigten Staaten antreffen konnte, breiten sich aus, um die Rohstoffe an ihrer Quelle zu erfassen, die billigen Löhne der primitiveren Völker auszunutzen und den großen Absatzgebieten Asiens näher zu sein. Dazu ist die amerikanische Industrie in einer Entwicklung begriffen, die die größten Befürchtungen für die europäischen Wirtschaften auslösen muß.

England fühlt, daß man auf dem europäischen Festland durch billige Löhne und beste Organisation die

Mängel der ungünstigen Lage auszugleichen sucht, und es entsteht die Frage, wie es sich selbst orientieren muß, um seine wirtschaftliche Machtstellung in der Welt aufrechtzuerhalten. Hierzu gibt es drei Möglichkeiten: entweder die wirtschaftliche Verständigung mit dem Festland Europa oder die mit Amerika oder aber die Stützung auf das britische Empire unter planmäßiger Ausnutzung der eigenen nationalen Kräfte. Die Meinungen sind noch geteilt. Viele glauben, daß es nicht möglich sei, sich von Europa zu trennen, weil man mit dem Festland in zu enger Verbindung stehe, indem es noch der größte Kunde für englische Güter ist. Diese Richtung erhofft eine Gesundung der englischen Wirtschaft durch einen Wiederaufstieg der europäischen. Die kontinentalen Wirtschaftsführer, und darunter ganz besonders die deutschen, glauben, daß ein wirtschaftlicher Zusammenschluß aller europäischen Staaten zum Zwecke der Ausbalanzierung des amerikanischen Einflusses notwendig ist, und wie allgemein bekannt, ist man dabei, auch die englische Wirtschaft von dieser Notwendigkeit zu überzeugen. Ein Zusammengehen Englands mit den Vereinigten Staaten von Amerika dürfte recht schwierig sein, weil hier zu große psychologische Unterschiede zwischen den beiden Völkern trotz ihrer engen Verwandtschaft vorhanden sind. Maßgebende Wirtschaftsführer stehen vorläufig noch auf dem

Standpunkte, daß man von Amerika, dem Lande der großen Massenfabrikation, nichts lernen könne, eine Ansicht, die nur aus der eigenartigen konservativen Einstellung und dem Individualismus des Engländers zu erklären ist. Dieses Problem England-Amerika steht daher auch nicht auf der Tagesordnung der öffentlichen Diskussion.

Es bleibt daher nur noch die dritte Möglichkeit übrig: Die gesamte englische Wirtschaft so weit wie möglich auf das große Weltreich zu stützen, d. h. sich dem Zustande der Autarkie möglichst zu nähern. Diese Theorie ist ohne Zweifel für den Engländer am bestechendsten, weil alle Volksglieder von jeher in selbstloser Weise durch den politischen Instinkt zur Mitarbeit an dem großen Gedanken des britischen Weltreiches veranlaßt wurden. Eine Reservierung des Empire-Marktes für die Glieder der »Gemeinschaft der Nationen« kommt damit der machtpolitischen und nationalen Einstellung am weitesten entgegen, weil die Schaffung einer Autarkie im eigenen Reiche nichts anderes als größere Unabhängigkeit und Stärkung der Macht nach außen bedeutet, wodurch sich weitere ungeahnte wirtschaftliche Möglichkeiten eröffnen.

Der Durchschnittsengländer steht mit den Kolonien und Dominien auf alle möglichen Arten in Verbindung, sei es durch Zeitungen, parlamentarische Verhandlungen, ständige Kolonialausstellungen, Beziehungen der großen Handelshäuser und Banken usw. und nicht zuletzt durch den großen Strom derjenigen, welche vom Mutterlande in die Kolonien auswandern oder von dort herüberkommen. Im Jahre 1926 siedelten sich 132300 Briten in andern Teilen des Reiches an, und 39100 verlegten ihren Wohnsitz von dort nach dem Vereinigten Königreiche.

Die allmählich um sich greifende Erkenntnis, daß das Heil der englischen Wirtschaft in erster Linie aus den eigenen Kraftquellen zu erhoffen ist, hat ihre Ursache in den Veröffentlichungen des Völkerbundes über den Welthandel; dieser Handel war 1925 um 5 vH größer als 1913. An dieser Besserung hat der britische jedoch nicht im geringsten teilgenommen, da er gegen 1913 absolut zurückgegangen ist. England hat also seinen früheren Anteil nicht zurückgewinnen können.

In Erkenntnis dieser Zusammenhänge wurde 1925 das Imperial Economic Committee gebildet, das der Regierung 1926 die Einsetzung des Empire Marketing Boards vorschlug. Vorsitzender dieser Körperschaft ist der Staatssekretär für die Kolonien; Vertreter der Dominien, der Kolonien, der Erzeuger und Verbraucher sind in ihr vereinigt. Das Empire Marketing Board hat zunächst die Aufgabe, alles zu unternehmen, was zur Steigerung des Verbrauches an reichseigenen Erzeugnissen erforderlich ist. Zu diesem Zwecke hilft es, die Qualität der Reichsprodukte zu verbessern, indem es Mittel zur Erforschung der Probleme bereitstellt, die sich auf den Anbau, die Behandlung, die Verpackung, den Transport und den Verkauf beziehen, damit die natürlichen Produkte in der besten Verfassung auf den Ueberseemärkten erscheinen. Das Empire Marketing Board unterstützt finanziell das Imperial College in Trinidad, das Amani Institut in Tanganyika sowie das Imperial Bureau of Entomology in den Untersuchungen über die Bekämpfung der pflanzenschädlichen Insekten und Bakterien. Andere Maßnahmen beziehen sich auf die Verbesserung der Viehwirtschaft. Aber auch auf die Käufer wird eingewirkt, indem man durch Propaganda auf die Notwendigkeit der Bevorzugung von Reichsprodukten gegenüber solchen fremder Nationen hinweist. Die Dominien erwarten aber als Gegendienst für die Aufnahme der englischen Aus-

wanderer den Verbrauch ihrer Güter im Vereinigten Königreiche, wie General Smuts in seiner Rede auf der Imperial Economic Conference 1923 ausführte. Durch die Arbeiten des Empire Marketing Boards ist bereits vieles erreicht worden, und es ist beachtlich, daß der Anteil der Dominien an der britischen Ausfuhr in den ersten neun Monaten von 1926 von 39,8 auf 48 vH stieg. Der englische Handel mit Australien, dem Commonwealth mit seiner am weitesten vorgeschrittenen sozialen Entwicklung, setzte sich 1925 bereits aus folgenden Summen zusammen:

Ausfuhr nach England:

Wolle	rd. 26,1 Mill. £
Weizen	» 11,7 » »
Butter	» 9,5 » »
Fleisch	» 3,7 » »
Früchte	» 3,7 » »
Mehl	» 1,4 » »
andere Waren	» 16,5 » »
insgesamt	rd. 72,6 Mill. £

Einfuhr aus England:

Baumwollstückwaren	rd. 8,7 Mill. £
Eisenwaren	» 7,3 » »
Maschinen	» 4,0 » »
Papier	» 3,4 » »
Motorwagen und Räder	» 2,7 » »
Zinnbleche	» 1,2 » »
andere Waren	» 32,9 » »
insgesamt	rd. 60,2 Mill. £

Die australische Einfuhr aus Großbritannien beträgt damit ungefähr 43 vH der gesamten australischen Einfuhr.

Als eine weitere Maßnahme der englischen Regierung kann auch die Merchandise Marks Act von 1926 gelten, nach der alle eingeführten Waren, die das Warenzeichen eines englischen Fabrikanten tragen, einen entsprechenden Ursprungsvermerk besitzen müssen.

Neben den amtlichen Stellen gibt es noch eine Reihe privater Vereinigungen, die nach derselben Richtung arbeiten. So fördert z. B. die British Empire Union den Kauf britischer Reichswaren, die Entwicklung des britischen Handels, die Abschaffung des Klassenkampfes durch friedliche Entwicklung des industriellen und sozialen Lebens und die Einigkeit und Solidarität des britischen Reiches; sie erstrebt Schutz gegen jede Ueberfremdung im Immobilienbesitz wie in der Beschäftigung von Angehörigen anderer Nationen und bekämpft zugleich Kommunismus und Sozialismus als antikapitalistische Lebensanschauungen.

Die Arbeiten der verschiedenen Stellen im Dienste des Empire-Gedankens werden jedoch durch den Zwang der Verhältnisse teilweise wieder kompensiert. Nehmen wir das australische Beispiel! 98 vH der australischen Bevölkerung sind britisch. Die australische Industrie ist daher der englischen sehr ähnlich, tritt doch Australien heute bereits als ernsthafter Mitbewerber auf dem Maschinenmarkte auf, wie die kürzliche Erlangung eines großen Millionenauftrages der ägyptischen Regierung an Lokomotiven im Wettbewerb mit 25 internationalen Angeboten erkennen läßt. Der Gütertausch im Reiche wird also erschwert. Infolgedessen hat sich die australische Regierung veranlaßt gesehen, auch diejenigen englischen Waren mit Zöllen zu belegen, die im Commonwealth ebenfalls hergestellt werden. In einzelnen Fällen hat das Vorgehen die englische Einfuhr ohne Zweifel verringert, und während im Jahre 1925/26 die australische

Einfuhr aus England 43,5 vH betragen hat, war sie 1921/22 noch 51,4 vH.

Betrachtet man das Empire-Problem von rein wirtschaftlichem Standpunkte aus, so muß man erkennen, daß es nicht allein mit der Forderung nach dem Freihandel innerhalb des Empires und mit dem gemeinsamen Zollschutz nach außen hin getan ist. Der Zustand der Autarkie bedingt vielmehr auch eine wirtschaftliche Standortverteilung der Industrie, weil der Grundsatz der Selbstversorgung das Prinzip der rationellsten Herstellung und Verteilung der Verbrauchsgüter in sich schließt. Man wird zugeben, daß in einem selbstversorgenden Empire es unmöglich erscheint, die Baumwollplantagen in Indien, die verarbeitende Industrie in Manchester und den Verbrauch zum großen Teil wieder in Indien oder dem benachbarten China zu haben. Aehnliches gilt für

die Wollindustrie, soweit der Rohstoff aus Australien nach England eingeführt wird und wieder auf östlichen Märkten Verwendung findet.

Wie sich die englischen Interessenten zu dem Punkte der Standortveränderung stellen, ist noch nicht klar. Sie würde aber ein Absterben gewisser alter Fabrikationszweige in England zur Folge haben. Ob dieser Zustand in politischer Beziehung für die einzelnen Glieder des Reiches tragbar ist, mag dahingestellt bleiben, da der Krieg gezeigt hat, daß ein Land auf gewisse Industrien unter keinen Umständen verzichten kann, wenn es nicht seine Sicherheit aufs Spiel setzen will. Ob die »Gemeinschaft der Nationen« aber so fest gekittet ist, daß die Glieder auch unter schwerster Belastung beisammen bleiben, kann nur die Zukunft lehren. [3423]

UMSCHAU

Mitteilungen aus Literatur und Praxis / Buchbesprechungen

Die deutsche Konjunktur Mitte Juli 1927.

Wenn sich auch die deutsche Konjunktur in den letzten Wochen folgerichtig weiter auf dem Weg zur vollen Blüte entfaltet hat, so bleibt doch die Geschwindigkeit erstaunlich, mit der sich diese Entwicklung innerhalb unserer Industrie im Vergleich zu den übrigen Wirtschaftszweigen vollzog.

Unser Harvardbarometer, Abb. 1, zeigt zwar in seiner Börsen- und Geldkurve den entschiedenen Ausdruck einer in kräftiger Belebung befindlichen Wirtschaft: während der Aktienindex fällt, steigt der Geldindex. Die Preis-kurve, in der Abbildung durch den Großhandelsindex veranschaulicht, weist jedoch keineswegs eine stetige Steigerung auf; nur langsam ist hier eine Bewegung nach oben festzustellen.

Deutlicher wird freilich die Preisbewegung in ihren einzelnen Komponenten. Die Konsumgüter haben lebhaft angezogen; auch die industriellen Fertigwaren haben eine bedeutende Preisbesserung durchsetzen können. Fast un-

verändert liegen dagegen die industriellen Roh- und Halbstoffe und völlig unbeweglich die Preise der Produktionsgüter. Diese haben sich seit Jahresbeginn fast gar nicht im Preise heben können. Setzt man die Indexpreise der betreffenden Gruppen vom Jahresbeginn = 100, so verhalten sich die betreffenden Indices von Mitte Juli

bei den industriellen Roh- und Halbstoffen	= 102
» » » » Fertigwaren	= 104
» » » » Konsumgütern	= 106
jedoch bei den Produktionsgütern nur	= 100,4.

Man sieht aus dieser Zusammenstellung deutlich, daß die eigentlichen Träger unserer Konjunktur auch heute die Verbrauchsmärkte zu sein scheinen. In der Tat ist das Kennzeichen unserer augenblicklichen Lage in erster Linie der geweitete Inlandverbrauch auf Grund gesteigerter Kaufkraft bei ziemlich gleichmäßig schlechter Außenhandelsbilanz.

Ein weit entschiedeneres Bild unserer Lage ergibt jedoch die Umsatz- und Beschäftigungsstatistik unter Aus-

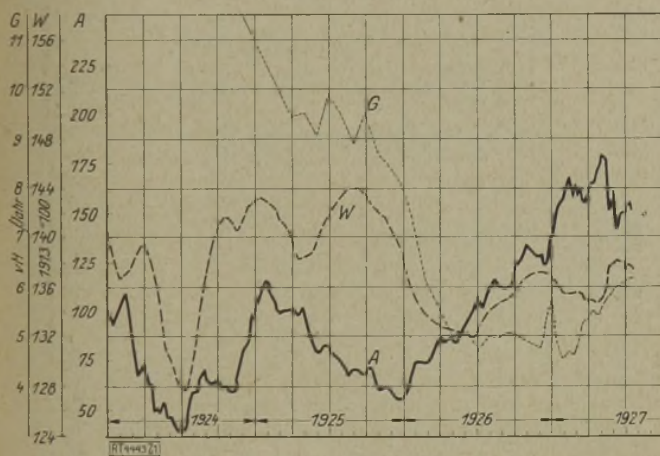


Abb. 1. Deutsches Harvardbarometer 1924 bis 1927.

A = Aktienindex (1924 bis 1926 Frankf. Zeitung, 1927 Berl. Tagebl.).
W = Großhandels-Warenindex (neuer Index des Statist. Reichsamts)
G = Mittlere Berliner Bankgeldsätze (berechnet nach Angaben des Berliner Tageblatts).

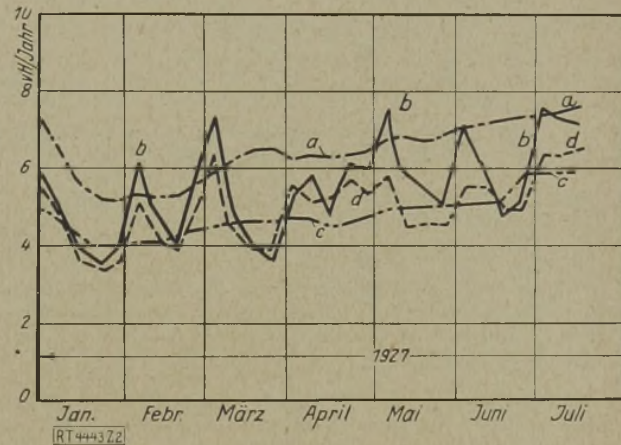


Abb. 2. Der deutsche Geldmarkt Januar bis Mitte Juli 1927.

a = Mittleres Monatsgeld in Berlin, Frankfurt, Hamburg.
b = Tagesgeld in Berlin.
c = Privatdiskont.
d = Mittleres Tagesgeld in Berlin, Frankfurt, Hamburg.

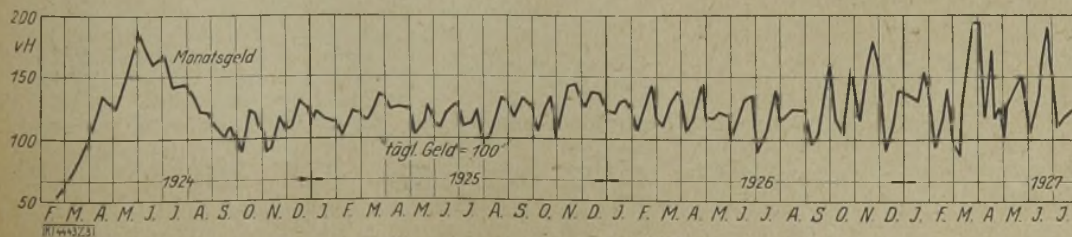


Abb. 3.

Monatsgeld in vH-Teilen des täglichen Geldes an der Berliner Börse (Berliner Tageblatt)

schaltung aller Preisbetrachtungen. Deutet schon die dauernde Anspannung der Geldmärkte, Abb. 2 und 3, auf eine kräftig gesteigerte Geschäftstätigkeit allerorten hin, so zeigen die übereinstimmenden Berichte aus einer ganzen Reihe von Industrien, daß die deutsche Produktionskapazität heute bereits vielfach fast bis zur Vollbeschäftigung ausgenutzt ist. Abb. 4 bringt die letzten Erzeugungsziffern unserer Grundstoffe. Wir halten hier schon unter Berücksichtigung des verringerten deutschen Gebietes auf etwa der Höhe des Rekordjahres 1913. Die, wir möchten sie nennen, amerikanische Erkenntnis, daß nicht Preise sondern Umsätze eine Konjunktur auszumachen vermögen, finden wir in diesen Monaten erstmalig in die deutsche Praxis übersetzt. Die endgültige

hier ist der Hauptträger des Geschäfts der inländische Markt.

An Abb. 6 läßt sich gut die außerordentlich rasche Besserung des Arbeitsmarktes erkennen. Gegenüber 1,8 Mill. Erwerbslosen am Jahresbeginn feiern heute nur noch eine halbe Mill. Arbeitskräfte, und das will um so mehr sagen, als, wie allgemein bekannt, unser Arbeitsmarkt weitaus stärker mit Arbeitswilligen und Erwerbstätigen belastet ist als in den Zeiten vor dem Krieg. Schon macht sich ein Mangel an tauglichen Facharbeitern bemerkbar; was heute noch die Erwerbslosenfürsorge belastet, ist in vielen Fällen, besonders bei den Facharbeitern, minderer Qualität. Die ersten ersten Lohnkämpfe sind eingetreten und haben Streiks und Aussper-

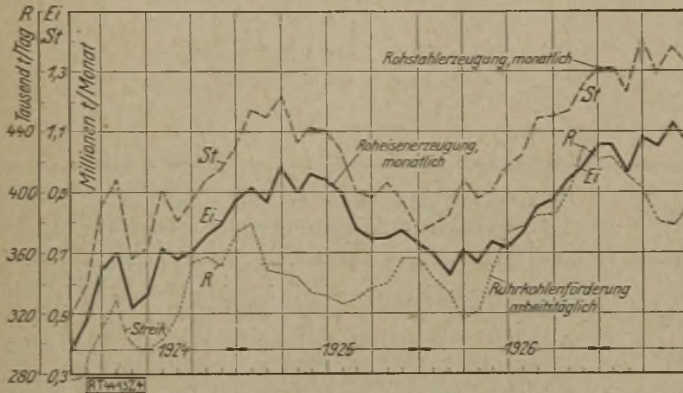


Abb. 4. Die Erzeugung an Grundrohstoffen 1924 bis 1927.
R = Ruhrkohlenförderung, arbeitstäglich.
Ei = Roheisenerzeugung, monatlich.
St = Rohstahlerzeugung, monatlich.

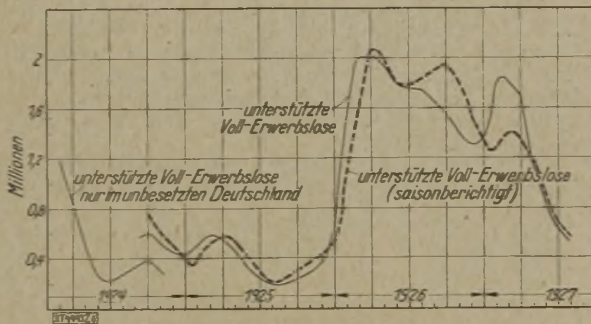


Abb. 6. Die unterstützten Vollerwerbslosen 1924 bis 1927, absolute und saisonberichtigte Ziffern.

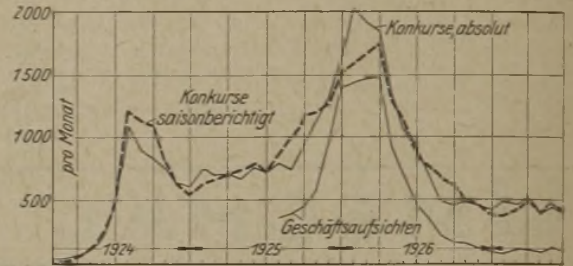


Abb. 5. Konkurse und Geschäftsaufsichten 1924 bis 1927, absolute und saisonberichtigte Ziffern.

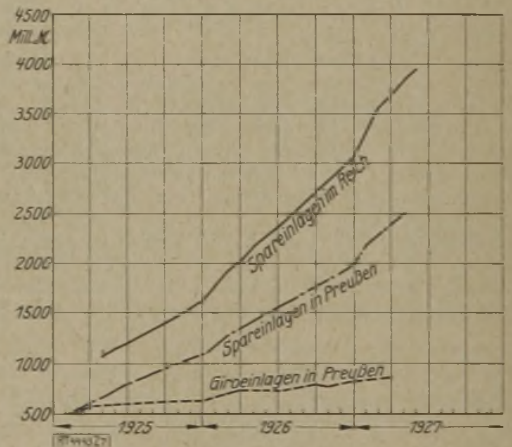


Abb. 7. Spareinlagen im Reich, Giroeinlagen in Preußen 1925 bis 1927.

Ablehnung der Kohlenpreiserhöhung wird bremsend auf alle weiteren Preisveränderungen nach oben wirken, und wenn auch an vielen Orten mit vollem Recht über schlechte Preise geklagt wird — das gilt in erster Linie für unsere Maschinenindustrie —, so zeigt doch die seit Monaten ungewöhnlich niedrige Kurve unserer Konkurse, Abb. 5, daß erste Schwierigkeiten hieraus bisher noch nicht erwachsen zu sein scheinen.

rungen gezeitigt. Das alles sind Belastungsproben, die man vor wenigen Monaten unserer Wirtschaft noch nicht zugemutet hätte, und die bereits gewisse Spannungserscheinungen andeuten, wie man sie nur in Zeiten der Hochkonjunktur kennt.

Gerade in der Maschinenindustrie hat sich die Lage in den letzten Wochen nicht unwesentlich gebessert. Nach dem Bericht des Vereins Deutscher Maschinenbau-Anstalten waren im Juni nur noch 16 vH aller Verbandsfirmen schlecht beschäftigt gegen 50 vH im Januar. Die Zahl der kurzarbeitenden Firmen betrug nur noch 4 vH. Auch

Der langsam steigende Wohlstand erweist sich auch am Wachsen der Spareinlagen, Abb. 7. Seit Beginn des Jahres 1927 zeigen unsere Kurven ein erheblich steileres Ansteigen als in dem Zeitraum zuvor. Das bedeutet, daß nicht nur dieselben Sparschichten weitere Rücklagen gemacht haben, sondern daß die Spartätigkeit auf Volksschichten übergreifen hat, die zuvor an dieser Kapitalbildung nicht beteiligt waren.

[4443]

Brasch.

Wirtschaftswissenschaft und -politik

Handbibliothek für Bauingenieure. 1 T., 5. Bd.: Betriebswissenschaft. Von M. Mayer. Berlin 1926, Julius Springer. 219 S. m. 31 Abb. Preis 16 M.

Betriebswissenschaft — eine Disziplin, über deren Umfang sich die Systematiker nicht unwesentlich gebessert. Nach dem Bericht des Vereins Deutscher Maschinenbau-Anstalten waren im Juni nur noch 16 vH aller Verbandsfirmen schlecht beschäftigt gegen 50 vH im Januar. Die Zahl der kurzarbeitenden Firmen betrug nur noch 4 vH. Auch

nale« Denkweise als Kennzeichen der Betriebswissenschaft gegenüber. »Durchdenken der Tat« auf wissenschaftlicher Grundlage nennt er die Lehre von der Betriebswissenschaft, und er fordert mit Recht, daß der wirkliche Ingenieur sie ebenso beherrsche wie sein mathematisch-naturwissenschaftliches Rüstzeug. Aber er will die Betriebswissenschaft nicht etwa auf die Lehre von den Baustelleneinrichtungen beschränkt wissen. »Den Mitmenschen verstehen, ist der Schlüssel zur Betriebswissenschaft.« Und Menschenkenntnis und Menschenbehandlung sind der eigentliche Inhalt der zehn Abschnitte dieses Buches, in denen die gesamten menschlichen Beziehungen, die Baubetrieb und Bauunternehmung mit sich bringen,

besprochen werden, so z. B. der Mensch als Betriebsglied, das Zusammenarbeiten, der Betrieb, die Aufsicht, die Geschäftsleitung (auch Vergebung und Preisbildung bezieht Mayer ein) und die Geschäftswelt.

Wenn Mayer das Denken des Ingenieurs nicht auf das Sein, sondern auf das Wollen gerichtet wissen will, wenn er Eudaimonismus als Sinn seines Tuns erklärt, das Streben nach dem Glück aller, wenn er Meliorismus seinen Glauben nennt, Welt- oder bescheidener Betriebsverbesserung, aber gleichzeitig den Ingenieur als reinsten Rationalisten bezeichnet, dann trifft er vielleicht mit dieser »aktivistischen Auffassung« die grundlegende Einstellung, der die Amerikaner — natürlich abgesehen von den naturgegebenen und den weltpolitischen Tatsachen — ihre vielbestaunten Erfolge im schaffenden Leben verdanken. In anregender und temperamentvoller Weise werden die Grundlagen einer so aufgefaßten Betriebswissenschaft durchgesprochen, und es tut dem Wert des Buches keinen Abbruch, wenn man z. B. einzelnen weitgehenden Ausblicken auf eine neue soziale Ordnung nicht immer zu folgen vermag.

Was Mayer dem Bauingenieur im besonderen bietet, ist hauptsächlich eine Erweiterung seiner Ausführungen im »Taschenbuch für Bauingenieure«. Er beschränkt sich dabei im allgemeinen auf sein Fachgebiet, den Eisenbetonbau. Es würde eine Bereicherung des sehr lesenswerten Buches bedeuten, wenn eine spätere Auflage in ähnlicher Weise auch die übrigen Zweige des Bauingenieurwesens, z. B. den Eisenbau und den Tief- und Wasserbau, behandeln würde.

[4437]

Becker.

Unternehmer, Angestellte und Arbeiter

Das Einkommen von Angestellten und Arbeitern.

Das Institut für Konjunkturforschung veröffentlicht in seinem neuesten »Vierteljahrsheft« die Ergebnisse einer Erhebung über das Einkommen der invalidenversicherten Arbeiter und der versicherten Angestellten, die es in Verbindung mit dem Reichspostministerium, dem Reichsversicherungsamt und der Reichsversicherungsanstalt für Angestellte durchgeführt hat. Die Erhebung erstreckt sich zunächst auf die ersten drei Monate des laufenden Jahres. Festgestellt ist der Erlös aus dem Verkauf von Invalidenversicherungsmarken und Beitragsmarken zur Angestelltenversicherung, jeweils getrennt nach Lohn- bzw. Gehaltsklassen. Außerdem sind die dem Reichsversicherungsamt und der Reichsversicherungsanstalt für Angestellte unmittelbar eingezahlten Beträge berücksichtigt.

Diese Erhebung gibt ein gewisses Bild von dem Gesamteinkommen der Arbeiter- und Angestelltenschaft und von der Verteilung der Gesamtsumme auf die einzelnen Lohn- bzw. Gehaltsklassen, nach denen die Versicherungsbeiträge entrichtet werden. Es ist selbstverständlich, daß die sich ergebenden Zahlen sich nicht vollkommen mit den tatsächlich gezahlten Lohn- und Gehaltssummen decken. Zunächst werden erfahrungsgemäß die Beitragsmarken namentlich für die Angestelltenversicherung mit einer starken Verzögerung gekauft, so daß die ermittelten Summen nicht durchaus für den betrachteten Zeitraum gelten. Außerdem ist zu berücksichtigen, daß ein nicht unbeträchtlicher Teil der Versicherung von nicht mehr versicherungspflichtigen Personen aufrecht erhalten wird. Diese Zahl wird amtlich auf etwa 800 000 bis 1 000 000 Versicherte geschätzt. Eine weitere Ungenauigkeit kommt in die Ergebnisse dadurch hinein, daß in der Erhebung auch eine Anzahl Erwerbslose enthalten ist, für die die Gemeinden Beiträge aus den Mitteln der Erwerbslosenfürsorge zahlen, um die bestehende Versicherung aufrecht zu erhalten. Endlich ist zu berücksichtigen, daß bei den Angestellten die Versicherungspflicht nur bis zu einem Jahreseinkommen von 6000 M geht, so daß die höher bezahlten Angestellten von der Erhebung nicht berücksichtigt sind, sofern sie nicht, was nur bei einem ganz geringen Teil der Fall ist, die Versicherung freiwillig durch weitere Beitragszahlung aufrecht erhalten.

Mit diesen Einschränkungen, die in der Natur der Sache liegen und bei den Ermittlungen nicht ausgeschaltet werden können, gibt indessen die Erhebung ein außerordentlich interessantes Bild von den Einkommensverhältnissen der erfaßten Bevölkerungsgruppen. Die Beiträge für die Invalidenversicherung der Arbeiter sind nach sechs

Lohnklassen abgestuft, deren letzte einen Wochenlohn von mehr als 30 M umfaßt. Eine obere Grenze besteht nicht. In diese letzte Klasse fallen nicht weniger als 34,7 vH der Versicherten; als Durchschnitt für diese Gruppe kann »in Angleichung an das tatsächliche Einkommen der gelernten und ungelerten Arbeiter« ein Durchschnittswochenlohn von 40 M zugrunde gelegt werden.

Die Gesamtzahl der versicherten Arbeiter beträgt (einschließlich der vorher genannten freiwillig Versicherten) rd. 15 Mill. Abb. 1 zeigt in ihrem linken Teil die Zahl der Versicherten in den einzelnen Lohnklassen; das prozentmäßige Verhältnis der Kopfzahl in den einzelnen Lohnklassen ist in Abb. 2 dargestellt. Die tatsächlich verdienten Lohnsummen decken sich naturgemäß nicht mit dem Ver-

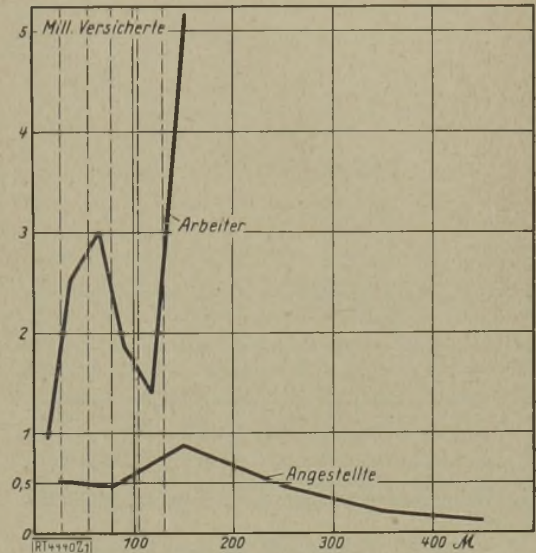


Abb. 1. Verteilung der Versicherten nach dem Monateinkommen.

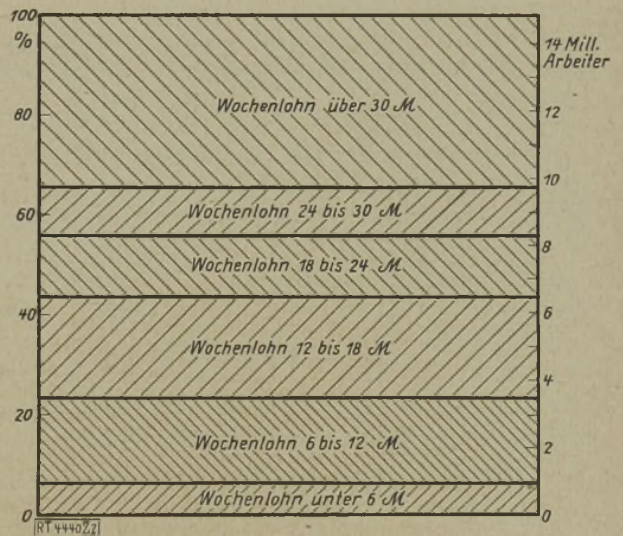


Abb. 2. Verteilung der Arbeiter auf die einzelnen Lohnklassen.

hältnis dieser Kopfzahlen. Wenn die gesamte Lohnsumme prozentmäßig auf die einzelnen Lohnklassen verteilt wird (Abb. 3), so zeigt sich, daß fast 58 vH der gesamten Lohnsumme auf die Klasse mit mehr als 30 M Wochenlohn (mehr als 130 M Monatslohn) entfallen.

Die gesamte von den 15 Mill. Arbeitern verdiente Lohnsumme beträgt monatlich 1431,5 Mill. M, so daß also im Durchschnitt auf den Arbeiter rd. 96 M im Monat entfallen.

Bei den Angestellten zeigt wiederum die Abb. 1 die Anzahl der Versicherten in den einzelnen Gehaltsklassen. Dabei sind die freiwillig Weiterversicherten mit mehr als 500 M Monatsgehalt der sechsten Klasse (400 bis 500 M) hinzugezählt. (Die Kopfzahl dieser Klasse ver-

mehrt sich dadurch um etwa 12 vH). Das starke und gleichmäßige Abfallen der Angestelltenzahlen in den letzten vier Gehaltsklassen der Versicherung läßt den Schluß zu, daß die Zahl der höher bezahlten Angestellten verhältnismäßig sehr gering ist.

Das prozentmäßige Verhältnis der Angestellten in den einzelnen Gehaltsklassen ist in Abb. 4 dargestellt. Die größte Gruppe ist die mit 100 bis 200 M Monatsgehalt, sie enthält 32,7 vH der Versicherten. In der obersten dargestellten Versicherungsklasse ist die Zahl der freiwillig Versicherten durch die gestrichelte Linie abgeteilt. Auch bei den Angestellten deckt sich natürlich die Verteilung der gesamten Gehaltssumme auf die einzelnen Gehaltsklassen nicht mit der Verteilung der Angestelltenzahl

im Jahr. Diese Zahl stimmt allerdings nur wenig überein mit einer Schätzung des Volkseinkommens durch das Konjunkturinstitut im Herbst vorigen Jahres, bei der das Einkommen aller Arbeitnehmer auf 35 bis 37 Milliarden M im Jahr veranschlagt wurde.

Die Gesamtzahl der versicherungspflichtigen Arbeiter wird vom Reichsversicherungsamt für die Jahre 1925 und 1926 auf etwa 16,5 Mill. geschätzt. Wenn von der durch die Erhebung festgestellten Zahl von 15 Mill. Versicherten die Zahl der Weiterversicherer mit rd. 1 Mill. abgesetzt wird, so machen die verbleibenden 14 Mill. rd. 85 vH der Versicherungspflichtigen aus. Die Arbeiterfachverbände berechneten für das erste Vierteljahr 1927 unter Berücksichtigung der Kurzarbeiter eine Beschäftigtenziffer von

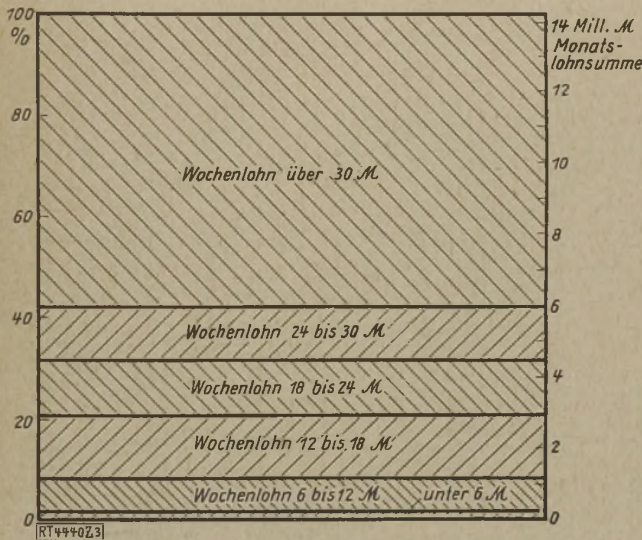


Abb. 3. Verteilung der gesamten Lohnsumme auf die einzelnen Lohnklassen.

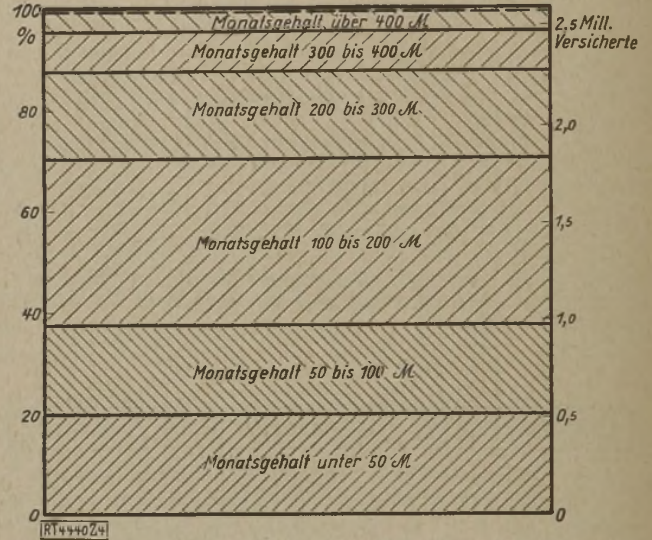


Abb. 4. Verteilung der Angestellten auf die einzelnen Gehaltsklassen.

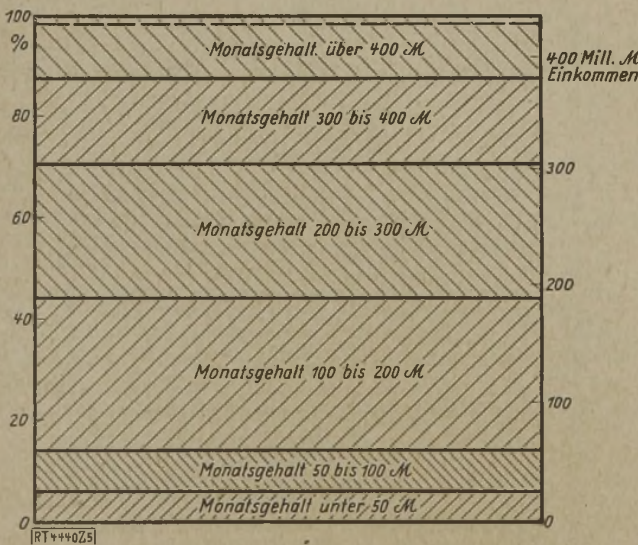


Abb. 5. Verteilung der gesamten Gehaltssumme auf die einzelnen Gehaltsklassen.

(vergl. Abb. 5). Die Gehaltssumme der kleinen Gehälter unter 100 M monatlich tritt hier stark zurück; auch in dieser Betrachtung nimmt die Gehaltsklasse 100 bis 200 M mit 29,9 vH den größten Raum ein. Die Gesamtzahl der von der Angestelltenversicherung erfaßten Angestellten beträgt rd. 2,65 Mill.; das gesamte Monateinkommen 434 Mill. M. Als Durchschnitt ergibt sich also für die Angestellten ein Monateinkommen von 167 M.

* * *

Von dieser Erhebung sind also im ganzen rd. 17,6 Mill. Angestellte und Arbeiter erfaßt mit einem Arbeitseinkommen von 1866 Mill. M im Monat oder 22,4 Milliarden M

84 vH der Gewerkschaftsmitglieder. Die beiden Feststellungen zeigen also eine gute Uebereinstimmung. Die Schwankungen in der Zahl der Versicherten während der betrachteten 3 Monate gehen überdies annähernd parallel mit den Schwankungen der Erwerbslosigkeit.

Die im vorstehenden angegebenen und in den Abbildungen berücksichtigten Zahlen sind die Durchschnittswerte für die drei Monate des ersten Vierteljahres 1927. Im einzelnen zeigen die drei Monate sowohl bei den Arbeitern wie bei den Angestellten eine gewisse Verschiebung in dem gegenseitigen Verhältnis der einzelnen Lohn- bzw. Gehaltsklassen. Diese Verschiebung erfolgt deutlich nach den höheren Lohn- bzw. Gehaltsklassen hin, was sich grobenteils durch die in der Berichtszeit eingetretenen Lohn- und Gehaltserhöhungen erklärt. Gleichwohl ergibt sich auch am Ende des betrachteten Vierteljahres noch für mehr als 8 Mill. Arbeiter und fast 1 Mill. Angestellte ein Monateinkommen von weniger als 100 M.

[4440] Dipl.-Ing. W. Speiser, Volkswirt R. D. V.

Betriebsfragen

Mittel zur Minderung des Kapitalbedarfs in den Betrieben. Von Ernst Neuberg. Charlottenburg 1926, Mundus-Verlagsanstalt G. m. b. H. 39 S. Preis 3 M.

Neuberg zeigt die Bedeutung der Produktionsbeschleunigung für die deutsche Wirtschaft, insbesondere wie durch Produktionsbeschleunigung der Kapitalmangel und die Verkürzung der Arbeitszeit überwunden werden können. Er zeigt weiter, wie verschiedene Mittel und Wege zur Durchführung der Produktionsbeschleunigung möglich sind, und behandelt hierbei auch die Frage des horizontalen und vertikalen Zusammenschlusses, der Absatzsteigerung u. a. Eine kleine, aber inhaltreiche Schrift, die jedem, der sich mit der Rationalisierung, besonders in der angedeuteten Richtung, befaßt, empfohlen werden kann.

[4415]

Sz.-M.

KARTELLWESEN *

Bearbeiter: Reichswirtschaftsgerichtsrat
Dr. Tschlerschky, Berlin SW11, Hallesches
Ufer 23, Fernspr.: Amt Hasenheide 1486

Kartellpolitik.

Das abschließende Urteil der Genfer Konferenz zur Frage der internationalen Kartellierung liegt nunmehr vor. Es deckt sich im wesentlichen mit dem Ergebnis, das im vorigen Bericht (S. 171) angedeutet ist. Eine Aussprache in solchem Kreise über dieses Thema hatte bislang, soweit ich unterrichtet bin, noch niemals stattgefunden. Dabei war es gewiß von Vorteil, daß in Genf nicht offizielle Regierungsvertreter zu Worte kamen mit notwendig gebundener und dadurch farbloser Stellungnahme, sondern selbständige Sachverständige. Die verhältnismäßig eingehende Entschließung zu dieser Frage¹⁾ ist im allgemeinen in der zu erwartenden Weise negativ ausgefallen, sie ist aber zweifellos gerade dadurch von großer Bedeutung, selbst wenn man ein gut Teil dieses Ergebnisses der Tatsache zuschreiben muß, daß ein Thema so schwerwiegender Tragweite in einem so verschiedenartigen Interessentenkreise, zumal bei dem vorläufigen Mangel hinreichenden Tatsachenmaterials notwendigerweise in einer ersten »Lesung« zu vorsichtiger Formulierung zwingen mußte. Die Konferenz hat zunächst festgelegt, daß die Erscheinung der internationalen Industrieabkommen »keine Perspektiven darbietet, zu der eine grundsätzliche Stellungnahme möglich wäre . . ., sondern eine Tatsache darstellt, deren Entwicklung . . . als nützlich oder schädlich betrachtet werden muß, je nach dem Geist, der die Richtung und Durchführung dieser Abkommen leitet . . . und nach dem Ausmaß, in dem sich ihre Leiter mit der Rücksicht auf das Gemeinwohl durchringen.« Damit ist also ausgesprochen, daß internationale Kartelle jedenfalls vorläufig noch nicht als ein anerkanntes und als solches schlechthin zu pflegendes Element zwischenstaatlicher Wirtschafts- oder Handelspolitik angesehen werden. Das bedeutet eine deutliche Zurückweisung des von einzelnen Interessentenkreisen namentlich in neuester Zeit propagierten Standpunktes, wonach mindestens der industrielle Aufbau Mitteleuropas in erster Linie sich auf derartige Organisationen zu stützen hätte. In den wissenschaftlichen Gutachten, die der Konferenz zu dieser Frage erstattet worden waren, von den Professoren Wiedenfeld-Leipzig, Großmann-Zürich, Oualid-Paris, Mac Gregor Oxford u. a., ist diese neutrale Auffassung, zu der schließlich die Genfer Beratungen geführt haben, durchaus nicht so deutlich verzeichnet.

Es darf angenommen werden, daß dieses praktische Ergebnis durch die bisherige Entwicklung der internationalen Rohstahlgemeinschaft beeinflusst worden ist. Für die Franzosen ist bekanntlich dieser Versuch sehr günstig ausgefallen ganz im Gegensatz zu ihrem deutschen Partner, obwohl dieser sich nach dem, was über die Verhandlungen zur Gründung dieses zunächst im wesentlichen nur mitteleuropäischen Kartells bekannt geworden ist, zumindest der gleichen Initiative für das Zustandekommen befließigt hat. Für die durch den Krieg erheblich erstarkte, nach der wirtschaftlichen Gesamtlage des westlichen Nachbarn zweifellos hypertrophe französische Industrie müssen internationale Kartelle, wie ihr Wortführer Loucheur treffend erkannt hat, in der Tat ein willkommenes Mittel sein, um die Ausfuhrfrage na-

mentlich auch unter dem Gesichtspunkte sicher zu stellen, daß Frankreich seinen eigenen Markt durch Hochschutzzölle abschließt. Aus diesem Grunde hielten die Franzosen auch internationale Kartelle auf der Grundlage gegenseitigen weitestgehenden Vorbehalts der Landesmärkte für eine notwendige Vorstufe der Neuregelung der Zoll- und Handelspolitik. Tatsächlich gewinnt insbesondere der Schutzzoll in seiner Höhe eine ganz andere Bedeutung, wenn er auf private Abmachungen über die Zulassung bestimmter Einfuhrkontingente trifft. Diese französische Auffassung ist in Genf aber infolge einer auffälligen Zurückhaltung ihres oben genannten Vertreters nicht mehr zu nachdrücklicher Verteidigung und jedenfalls nicht zur Geltung gelangt.

Man hat vielmehr und zwar in weitgehender Uebereinstimmung sowie mit offenbar sehr starker Wirkung für eine grundsätzliche Erleichterung und Vereinfachung der seit dem Kriege üppig ins Kraut geschossenen Hochschutzzollpolitik und eine Abkehr von den überspannten Auffassungen über volkswirtschaftliche Autonomie sich eingesetzt.

Wenn nun auch die Frage des Wechselverhältnisses von Schutzzoll und Kartell noch bei weitem nicht ausreichend geklärt ist, vermutlich zu allgemein gültigen Ergebnissen auch nicht vertieft werden kann, weil die Verhältnisse des Einzelfalles zu verschieden gelagert sind, so steht doch das eine im wesentlichen fest, daß ein freierer internationaler Warenaustausch zwar zwischenstaatliche Kartelle keineswegs unmöglich und vielfach erst recht nicht überflüssig macht, wohl aber geeignet ist, ihnen ungünstige Auswirkungen in weit nachdrücklicherer Weise zu benehmen, als staatliche Aufsicht es vermöchte.

Zur Frage staatlicher Kartellkontrolle, bekanntlich gleichfalls einem seit dem Kriege international sehr lebhaft beachteten und umstrittenen Problem, hat die Konferenz in äußerst vorsichtiger Form Stellung genommen. Sie stellt zunächst fest, daß die Voraussetzung für eine internationale Regelung, das Vorhandensein nicht nur, sondern auch eine entsprechende sachliche und rechtliche Uebereinstimmung in den einzelstaatlichen Grundlagen, vor der Hand noch nicht gegeben ist. Die von C. Lammer²⁾ der Konferenz überreichte Zusammenstellung über die »Kartellgesetzgebung des Auslandes« gibt hierüber einen umfassenden Ueberblick. Zutreffend betont die Genfer Entschließung, daß es zunächst landeslegislative Angelegenheit bleiben müsse, zu dieser schwierigen Frage Stellung zu nehmen. In der Tat sind ja die Kartelle nicht nur in sachlicher, sondern auch in rechtlicher Beziehung in ihrer überwiegenden Mehrheit bodenständige Gebilde. Das gilt auch für alle diejenigen internationalen Kartelle, die sich — und das ist die Mehrzahl — auf Landeskartellen aufbauen. Nun hängt aber die Wirkungsmöglichkeit, insbesondere die hier in Frage kommende privater oder gesamtwirtschaftliche ungünstige oder unerwünschte, überwiegend von der Gesamtlage der einzelnen Volkswirtschaft, wie auch von der Struktur des Zivil- gegebenenfalls sogar des Strafrechtes ab. Eine gewisse Uebereinstimmung in den Grundlagen besteht nur insofern, als die Grenze der Kartellmacht an der Auffassung von guten Sitten, insbesondere im Geschäftsverkehr sowie in Ver-

¹⁾ Sie ist in deutscher Uebersetzung, wie auch alle andern, erschienen in »Neue Weltwirtschaft, Die Lehre von Genf«, Von Arthur Feiler. Sonderdruck der Frankfurter Zeitung.

²⁾ Nr. 3 der Schriften der Kartellstelle des Reichsverbandes der Deutschen Industrie.

boten gegen Wucher oder sonstige Ausbeutung, ihre Schranken findet. Diese Grenzen sind jedoch im allgemeinen nicht sehr eng und können es auch bei den Grundsätzen der freien kapitalistischen Verkehrswirtschaft gar nicht sein. Tatsächlich bleibt sonach erheblicher Spielraum für eine Aufsicht, wie eine ständig wachsende Zahl von Staaten sie bereits für erforderlich erachtet hat. Die ergriffenen Maßnahmen weichen aber wiederum in ihren wirtschaftlichen und rechtlichen Sondergrundlagen ab, und die Konferenz hat diese Unterschiede mit Recht gegenüber der vielfach geforderten überstaatlichen Kontrolle in Rechnung gestellt.

Sie hat andererseits eben so richtig vor einer legislativen Voreingenommenheit gegen Kartelle seitens einzelner Staaten gewarnt angesichts ihrer Bedeutung für Regulierungen der Wirtschaft. Damit war ihre Auffassung von den Möglichkeiten einer überstaatlichen Kartellregelung vorgezeichnet. Es wird im übrigen angeregt, daß der Völkerbund der ganzen Frage durch fortlaufende Materialsammlung zu weiterer Klärung verhelfen möchte. Ein positiver Vorschlag geht ferner dahin, »daß die Mitglieder der Kartelle allgemein dazu kämen, sich freiwillig Schiedsgerichten zu unterwerfen, die für eine hohe wirtschaftliche Kompetenz und eine Einstellung im Sinne des Allgemeininteresses Gewähr bieten.« Trotz mannigfacher Bedenken, die gegen das Kartellschiedsgerichtswesen namentlich auch von maßgebender rechtswissenschaftlicher Seite für die nationalen Kartelle geltend gemacht worden sind, wird man für die mehrstaatlichen Organisationen diesem Vorschlag eine größere praktische Bedeutung nicht absprechen können.

Die Gefahren einseitiger privatwirtschaftlicher Judikatur sind bei internationalen Schiedsgerichten, bei denen sich notwendigerweise stets stärkere wirtschaftliche Sonderauffassungen geltend machen müssen, im allgemeinen weit weniger anzunehmen, wofür die Forderung »hoher wirtschaftlicher Kompetenz« erfüllbar ist und befolgt wird. Sehr nachdrücklich ist endlich Genf auch für die sehr alte Forderung weitgehender »Publizität« der Kartellorganisationen und ihrer Politik eingetreten. Hierin sieht sie auch eines der wirksamsten Mittel zur Bekämpfung von Mißbräuchen.

Im ganzen ist sonach diese internationale Verhandlung als eine wichtige Etappe auf dem Wege zu einer Klärung und Regelung des Kartellproblems zu erachten, insbesondere weil sie den nationalen wie den internationalen Organisationen zum Bewußtsein bringen muß, daß ihre Tätigkeit nicht mehr reine Privatsache, sondern ein wichtiges Objekt nationaler und internationaler Kritik geworden ist.

Der Reichswirtschaftsminister hat einen erneuten Antrag insbesondere des Rheinisch-westfälischen Kohlsyndikates auf Erhöhung der Kohlenpreise abgelehnt. Mit dieser richtigen Stellungnahme brauchte man sich nicht weiter zu beschäftigen, fände sich nicht in der Begründung ein allgemeiner Gesichtspunkt, der für die heutige Kartell- und Konzernpolitik alle Beachtung verdient. Der Minister hat nämlich gegenüber den ihm überreichten offenbar sehr umfangreichen Nachweisen des Syndikates über unzureichende Rentabilität seiner Mitglieder nach den in der Presse veröffentlichten Auszügen in seinem Votum auch darauf hingewiesen, daß es jedenfalls für die gemischten Unternehmen, insbesondere die

großen Konzerne, die der Ausbeute nach das ganz überwiegende Gewicht im Syndikat besitzen, als unzulässig zu erachten wäre, wenn sie gesonderte Bilanzen für ihre Zechenunternehmen aufstellten. Es läge vielmehr im wirtschaftlichen Wesen gerade der Konzernbildung, daß die eine Abteilung die andere mit tragen müsse, daß also nur die Gesamtbilanz für die Erfolgsbeurteilung Geltung gewinnen könnte.

Der Minister hat damit zweifellos eine ebenso erfreuliche wie wichtige Kritik des Konzernwesens in Verbindung mit der Kartellpreispolitik gegeben. Man wäre beinahe versucht, die gegenteilige Auffassung als einen schlechten Witz zu nehmen, wenn nicht gelegentlich auch von betriebswissenschaftlicher Seite derartige Ansichten vertreten würden. Volkswirtschaftlich gesehen — und nur einen solchen Blickpunkt konnte die Behörde bei der Bedeutung des Kohlenpreises für die gesamte Wirtschaft einnehmen — hat die ganze Konzernierung, besonders aber die vertikale, doch nur einen Sinn unter dem Gesichtspunkte der Rationalisierung. Dadurch wird aber das einzelne Teilerzeugnis, hier die Kohle, zunächst und zwar zu einem wesentlichen Teile Hilferzeugnis für das Gesamtunternehmen. Seine Kalkulation muß entsprechend vorgenommen werden. Es kann dann aber auch derjenige Teil, der im freien Markt verkauft werden muß, nicht nach den Kosten und den Rentabilitätsanforderungen der reinen Unternehmen abgestimmt werden. Das würde all den Fortschrittsbehauptungen der Rationalisierung, die ja ohnehin mit schwerwiegenden sozialen Nachteilen erkauft wird, aufs schärfste widerstreiten. Denn es hieße diese Umstellungen nicht der Allgemeinheit in billigeren Preisen gut bringen, sondern den Konzernen auf Kosten der Allgemeinheit hohe Differenzialgewinne auswerfen. Andererseits hat die ganze Streitfrage die Bedeutung der Konzernbildung für die Kartellbildung und die Kartellpolitik in Bezug auf die Preisregelung in scharfe Beleuchtung gerückt. Wahrscheinlich werden eine Anzahl reiner Zechen im Syndikat mit den geltenden Preisen keine Seide spinnen. Das durfte aber bei der jetzigen Zusammensetzung des Syndikates keinesfalls ausschlaggebend werden. Der notwendige Interessenausgleich ist vielmehr eine rein interne Angelegenheit des Syndikates, wofür es übrigen Mittel und Wege genug gibt. Jede andere Regelung würde die rationalisierende unternehmensweise Konzentration ihres Wertes für die Allgemeinheit entkleiden.

Neue Bücher.

Der Rücktritt vom Kartell. Von Dr. Kurt Schröter. München 1927, J. Schweitzer. 109 S. Preis geh. 5 M.

Der vielumstrittene »Kündigungsparagraph 8« der Kartellverordnung hat in der vorliegenden Arbeit eine fleißige, die reiche Literatur eingehend berücksichtigende Darstellung gefunden. Sie setzt sich teils referierend, teils kritisch, im letzten Falle meist gestützt auf bereits herausgearbeitete Ansichten, mit dem Kartellbegriff, insbesondere seinem schuldrechtlichen Charakter und im Hauptteil mit der Kündigung aus wichtigem Grunde auseinander, wobei die verschiedenen rechtlichen Einkleidungen der Kartelle besondere Behandlung finden, ebenso die typischen Kündigungsgründe des Kartellgerichts. Im ganzen ein gut zu lesendes rechtliches Repetitorium über diese interessante Frage.