

Catherine Davies

Geschichte des Finanzkapitalismus

Kurseinheit 2:
Ca. 1870 bis 1945

Fakultät für
**Kultur- und
Sozialwissen-
schaften**

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung und des Nachdrucks, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung der FernUniversität reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Der Inhalt dieses Studienbriefs wird gedruckt auf Recyclingpapier (80 g/m², weiß), hergestellt aus 100 % Altpapier.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	3
1 Einleitung.....	4
2 Wertpapier- und Aktienmärkte	4
2.1 Vereinigte Staaten.....	4
2.2 Deutschland.....	9
2.3 Großbritannien	11
3 Börsen	12
3.1 Die Londoner Börse.....	12
3.2 Die Berliner Börse.....	15
3.3 Die New Yorker Börse	18
4 Banken.....	20
4.1 Deutschland.....	20
4.2 Großbritannien/England	30
4.3 Vereinigte Staaten.....	34
5 Finanzkapital und Politik	38
5.1 Großbritannien	38
5.2 Deutschland.....	41
5.3 Vereinigte Staaten.....	43
Literaturverzeichnis.....	45

1 Einleitung

Die vorliegende Kurseinheit behandelt den Zeitraum der Hochindustrialisierung seit dem ausgehenden neunzehnten Jahrhundert sowie die krisenhafte Zwischenkriegszeit. Allgemein war der Zeitraum geprägt von einem Wachstum der Finanzmärkte sowie, zumindest in Deutschland und den USA, dem Übergang um 1900 zu einem System des Finanzkapitalismus im engeren Sinne, in dem Banken eine zuvor nicht gekannte Macht zukam. In dieser Periode gelangte das spezifisch deutsche Universalbankensystem zu voller Entfaltung, das sich vom Trennbankensystem Großbritanniens und der USA unterschied. Weiterhin ist der Zeitraum gekennzeichnet durch eine Konzentration sowohl im industriellen Bereich als auch im Bankensystem. Zahlreiche kleine Privatunternehmen verwandelten sich in Aktiengesellschaften und/oder wurden von größeren Unternehmen geschluckt. Banken und Finanzmärkte spielten in diesem Fusionsprozess eine wichtige Rolle, indem sie die notwendigen Geldmittel zur Verfügung stellten und den Prozess häufig auch sonst aktiv beförderten.

Großbritannien verlor seit den achtziger Jahren des neunzehnten Jahrhunderts seine wirtschaftliche Führungsrolle, nun waren es Deutschland und die Vereinigten Staaten, die schneller wuchsen und bei den Industrien der zweiten industriellen Revolution führend wurden. Bereits Zeitgenossen fragten, ob dies auf die britischen Banken zurückzuführen sei, die nicht dazu beitrugen, britisches Kapital in britische Unternehmen zu lenken und es stattdessen in Übersee anlegten; diese Debatten werden im Folgenden mit Blick auf die Forschungsliteratur skizziert. Generell war die Zeit um 1900 eine der wachsenden globalen Verflechtungen, befördert durch neue Technologien wie den Telegrafen und das Telefon. Die USA importierten Kapital (wenn auch in abnehmendem Umfang), während Großbritannien und Deutschland Kapitalexporthure waren. Dieses Verhältnis kehrte sich erst in der Zwischenkriegszeit um. Eine größere Zäsur als der Erste Weltkrieg war die Weltwirtschaftskrise ab 1929, die sich in den drei Ländern unterschiedlich auswirkte. Großbritannien war insgesamt weniger betroffen als Deutschland und die USA und erlebte keine Bankenkrise. Obwohl sich die Regierungen bereits in der Vergangenheit um die Regulierung von Banken und Finanzmärkten bemüht hatten, fand eine durchgreifende Reform erst in Reaktion auf die wirtschaftliche Krise statt. Trotz der unterschiedlichen politischen Systeme wiesen die deutschen und amerikanischen Bankreformen der dreißiger Jahre einige Gemeinsamkeiten auf.

2 Wertpapier- und Aktienmärkte

2.1 Vereinigte Staaten

Kontroverse: der amerikanische Aktienmarkt im internationalen Vergleich

In den Jahrzehnten um 1900 erlebte der amerikanische Aktienmarkt eine rasante Expansion, die auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen ist. Die wirtschaftshistorische Forschung hat lange Zeit die These vertreten, dass der amerikanische Aktienmarkt im frühen zwanzigsten Jahrhundert im Vergleich zum deutschen, britischen und französischen unterentwickelt gewesen sei und erst in späteren Jahrzehnten eine ähnliche Größe angenommen habe. Der Wirtschaftshistoriker Richard Sylla allerdings hat vor einigen Jahren

argumentiert, dass die Zahlen, die dieser These zugrunde liegen, nicht zuverlässig seien. Denn sie würden lediglich die Aktien abdecken, die an der New York Stock Exchange (NYSE) gehandelt wurden. Sobald man aber auch Aktien in den Blick nehme, die an anderen Orten in New York (an der sogenannten „Curb“), an regionalen Börsen und „over the counter“¹ (OTC) gehandelt wurden, ergebe sich ein anderes Bild. Tatsächlich beschränkt sich die bisherige Forschung zum amerikanischen Aktienmarkt vor allem auf die NYSE. Dies liegt wohl einerseits daran, dass die NYSE der wichtigste Handelsort war und ist; seit dem neunzehnten Jahrhundert wurden hier, wie bereits gesehen, die Aktien der bedeutendsten Gesellschaften gehandelt. Andererseits ist die Quellenlage zur Geschichte der NYSE relativ gut; bekannte zeitgenössische Publikationen dokumentierten den dort betriebenen Handel, sodass die für die Analyse relevanten Zahlen recht einfach zugänglich sind.²

Die amerikanische Wirtschaftshistorikerin Mary O’Sullivan hat in einem 2013 erschienenen Aufsatz dieses Thema auf der Grundlage neuer Daten untersucht. Als Maßstab für die Größe des Aktienmarktes dient ihr dabei vor allem die Anzahl der Unternehmen, deren Aktien an einem Ort gehandelt wurden; außerdem misst sie das Handelsvolumen, um die Liquidität des Aktienmarktes zu ermitteln. Da sie sich anders als andere Forscher vor ihr nicht nur auf die NYSE konzentriert (für die Zahlen in der Literatur zur Verfügung stehen), muss sie zusätzliche Quellen heranziehen. Das folgende Zitat soll die Herausforderung der Quellensuche veranschaulichen:

Quellenlage

“A major challenge for this study was locating sources of data on the stocks listed on different trading markets in the United States. Although newspapers often reported the most actively traded stocks on these markets, comprehensive listings were rarely provided therein. However, for the period 1885-1915, the Manual of Statistics, a stock exchange handbook compiled by the Manual of Statistics Company in New York, contained substantially complete lists of the stocks traded on the country’s leading stock exchanges. The Manual of Statistics ceased publication in 1921, so for the period 1918-1929 I relied primarily on The Annalist, an annual publication compiled by the New York Times Company, which provided data on securities traded on the leading stock exchanges. ...

The first comprehensive listing of traded securities on the Curb that I could identify was The ABC and Manual of the Curb Market for 1907. For later years, the Financial Review compiled by the Commercial and Financial Chronicle provided summaries of all traded stocks on the Curb for the period 1911-1920 in two separate issues ...

Not surprisingly, the OTC market posed the most difficult challenge for data collection given the lack of organization that defined its operations. For the period 1918-1930, The Annalist published lists of securities traded on the OTC market, which were based on contributions ‘invited from dealers and brokers of recognized

¹ Mit diesem Begriff werden Transaktionen bezeichnet, bei denen ein Bankier Aktien direkt an seine Kunden verkauft.

² Dieses Kapitel beruht auf O’Sullivan, Expansion of the U.S. Stock Market; dort auch weitere bibliographische Angaben.

standing.’ ... Unfortunately, it is not clear how comprehensive these sources of data are in terms of their coverage of activity on the OTC market. Therefore, they are useful only as broad indicators of the scale and scope of the OTC market.”³

Schließlich weist O’Sullivan darauf hin, dass das Zahlenmaterial nur dann sinnvoll interpretiert werden kann, wenn man seinen institutionellen Kontext berücksichtigt; zu diesem Zweck verknüpft sie ihre statistische Analyse mit Material aus dem Archiv der NYSE sowie mit zeitgenössischen und wissenschaftlichen Darstellungen zur Geschichte des Aktienhandels. Deutlich wird jedenfalls, dass es keine „offiziellen“, von staatlicher Seite erhobenen Statistiken gibt, auf die man sich stützen könnte. Man muss sich auf die von privaten Publikationen erstellten Zahlen verlassen, wobei man häufig nicht weiß, auf welcher Grundlage diese erhoben wurden. Mangels Alternative bleibt einem aber nichts anderes übrig, als davon auszugehen, dass die Zahlen einigermaßen zuverlässig sind. Um sie zu ermitteln, ist eine ausführliche und zeitintensive Sichtung von alten Handbüchern, Zeitschriften und Zeitungen erforderlich. Es ist sinnvoll, sich von Zeit zu Zeit daran zu erinnern, dass das Material für quantitative wirtschaftshistorische Forschung häufig nicht benutzerfreundlich aufbereitet in Datenbanken liegt, sondern erst aufwändig ermittelt werden muss. Auch ist wichtig, sich klar zu machen, dass die verfügbaren Zahlen oft nur näherungsweise Aufschluss geben über die gestellte Forschungsfrage.

Quantitative Entwicklung

Zu welchen Ergebnissen gelangt O’Sullivan nun? Da dieselben Aktien teilweise an unterschiedlichen Märkten gehandelt wurden, ist es notwendig, dies im Einzelnen zu ermitteln, um die Gesamtzahl nicht zu überschätzen. Auf dieser Grundlage kommt die Historikerin zu dem Schluss, dass sich die Zahl der gehandelten Aktien zwischen 1900 und 1930 mehr als vervierfachte. In den ersten fünfzehn Jahren betrug der Zuwachs etwa 46 Prozent; das Hauptwachstum ereignete sich jedoch zwischen dem Ersten Weltkrieg und 1930, als die Zahl der gehandelten Aktien noch einmal um 186 Prozent wuchs. An der NYSE beispielsweise lag die Zahl der gehandelten Unternehmen im Jahr 1900 bei 296, 15 Jahre später bei 420 und weitere 15 Jahre später bei 1237. Da es keine hinreichend belastbaren Daten bezüglich der Zahl der auf dem OTC-Markt gehandelten Aktien gibt, werden diese in der von O’Sullivan ermittelten Gesamtzahl nicht eingerechnet. Es handelt sich also um eine konservative Schätzung, die reale Zahl war vermutlich noch höher. Dies bedeutet, dass der Abstand zwischen dem amerikanischen Aktienmarkt und dem anderer entwickelter Länder womöglich geringer war als bisher angenommen. Legt man die neuen Zahlen zugrunde, so hätte der amerikanische Aktienmarkt um 1915 eine ähnliche Größe gehabt wie der französische und japanische; 1929 wäre er gar der zweitgrößte nach Großbritannien gewesen. Hier muss man aber berücksichtigen, dass auch die Zahlen für diese Länder unvollständig sind; hier müssten also weitere Forschungen angestellt werden.⁴

Ursachen des Wachstums

Welche Gründe lassen sich für dieses Wachstum ausmachen? Einer Theorie zufolge wächst die Nachfrage nach Aktien dann, wenn es gesetzliche Bestimmungen gibt, die Minderheitenaktionäre schützen; Aktien erscheinen dann eher wie eine vielversprechende und sichere Anlageoption. Allerdings war der Zeitraum von

³ O’Sullivan, *Expansion of the U.S. Stock Market*, 492-494.

⁴ *Ibid.*, 524.

1885 bis 1930 im Gegenteil durch einen Prozess gekennzeichnet, in dem der Aktionärsschutz abgebaut wurde. Weil die amerikanischen Bundesstaaten aus fiskalischen Gründen daran interessiert waren, dass Aktiengesellschaften sich auf ihrem Territorium gründeten, lockerten sie die entsprechenden Gesetze und Regularien. Dies mündete in einem sogenannten „Wettlauf nach unten“ (*race to the bottom*), da Unternehmen sich in der Regel den Staat aussuchten, der die unternehmerfreundlichsten Gesetze hatte. Zwar erließen viele Staaten in den 1910er Jahren sogenannte „Blue Sky Laws“, mit denen Banken und Aktiengesellschaften zu mehr Transparenz angehalten werden sollten, um so Aktionäre vor Betrug zu schützen. In der Praxis waren diese Gesetze jedoch wohl wenig effektiv, da sie viele Ausnahmeregelungen vorsahen. Auch die Bestimmungen der NYSE waren nicht dazu angetan, den Investorenschutz zu befördern. Zwar war die Zulassung zum Handel an bestimmte Voraussetzungen geknüpft. Doch insbesondere in den zwanziger Jahren waren die Verantwortlichen zunehmend weniger in der Lage, die Einhaltung dieser Voraussetzungen zu überprüfen. Weiterhin wichen viele Aktiengesellschaften wie gesehen auf andere Handelsplätze aus, um den vergleichsweise strengen Bestimmungen der NYSE zu entgehen. Theoretisch hätten Investmentbanken zwar als Intermediäre zwischen Anlegern und Aktiengesellschaften dafür sorgen können, dass erstere nicht übervorteilt wurden. Allerdings nahm auch die Zahl solcher Banken nach dem Krieg zu, sodass der Konkurrenzkampf auch hier dazu führte, dass Aktien von minderer Qualität in das Angebot von Investmentbanken aufgenommen wurden.⁵

Zusammenfassend muss man also konstatieren, dass die Zahl der Aktien und auch die Nachfrage nach ihnen zunahm, nicht *weil* der Aktionärsschutz verbessert wurde, sondern *obwohl* er sich in einigen Fällen verschlechterte. Welche anderen Gründe lassen sich also anführen? Dass die National Banks (vgl. Kurseinheit 1) in stärkerem Maße als früher Aktien kauften, lag wohl daran, dass sich mit dem traditionellen Geschäft mit Unternehmenskrediten nicht mehr dieselben hohen Gewinne erzielen ließen. Schließlich kam es während des Ersten Weltkriegs zu einem deutlichen Anstieg beim Wertpapierbesitz von Mittelschichtsangehörigen, was durch eine Kampagne der Regierung befördert wurde. So finanzierten auch Menschen, die bis dato keine Wertpapiere besessen hatten, den Kriegseinsatz; dadurch wandelte sich vermutlich ihre Einstellung zum Wertpapierbesitz insgesamt, sodass diese nach dem Ende des Krieges Aktien erwarben, von denen sie sich langfristige Profite versprachen.⁶

Neben diesen Nachfragefaktoren lassen sich auch Gründe auf der Angebotsseite ausmachen. Im frühen zwanzigsten Jahrhundert war es in den Vereinigten Staaten zur sogenannten „großen Fusionsbewegung“ (*grand merger movement*) gekommen, die dazu führte, dass sich binnen weniger Jahre die Gesamtzahl der Unternehmen erheblich reduzierte; in manchen Sektoren gab es nur noch ein oder zwei führende Unternehmen, gegen deren marktbeherrschende Stellung Konkurrenten keine Chance hatten. Im Zuge dieser Entwicklung vergrößerten Unternehmen ihr Eigenkapital, gaben also mehr Aktien aus – sei es, um die Fusionen zu finanzieren, sei es, um so Preise und Investitionen besser kontrollieren zu können. In den 1920er Jahren kam es dann zu einer weiteren Welle von Unternehmensfusionen; auch hier scheint es einen deutlichen Zusammenhang mit der Ausgabe neuer Aktien gegeben zu haben.

⁵ Ibid., 526-531.

⁶ Zu diesem und dem folgenden Absatz vgl. *ibid.*, 532-537.