

udenlandske og den egne kapital er efter forfatterens mening i høj grad forståelig, når man tager det udenlandske og det svenske renteniveau i betragtning. Den udenlandske kapital var nemlig billigere end den svenske, men i ringe grad tilbøjelig til at blive investeret i faste anlæg i Sverige. Derfor anvendtes denne i udenrigshandelen, medens egen kapital anvendtes der, hvor låntagning ville være dyrest: i de faste anlæg. En sådan fordeling af kapitalforsyningen var den mest økonomiske og derfor den mest udbredte.

*Rich. Willerslev.*

Dr. Torsten Gårdlunds værk: *Svensk industrifinansiering under genombrotsskedet 1830—1913* (1947) kan uden overdrivelse betegnes som et pionerarbejde indenfor den økonomisk-historiske forskning. På grundlag af et kildemateriale, som utvivlsomt savner paralleler i de fleste andre lande, har han givet en detaljeret redegørelse for den svenske industris finansieringsproblemer og finansieringsforhold i tiden mellem 1830 og 1913, altså for den tid, hvor det industrielle gennembrud fandt sted.

Det materiale, som har dannet grundlaget for fremstillingen, er regnskaberne for 6 jernbrug, 5 maskinfabriker, 4 klædefabriker, 6 savværker, 6 bomuldsfabriker samt 6 handelshuse. For disse udvalgte virksomheder findes sammenhængende regnskabsserier, som tager deres udgangspunkt fra årene mellem 1830 og ca. 1870. De bearbejdede regnskaber indgår som et 270 sider stort bilag i værket. Desuden er for fremstillingen anvendt bestyrelses- og revisionsberetninger, direktionsprotokoller og aktieprotokoller, manufakturdiskontoens arkiv til belysning af den statslige kreditgivning, bankernes trykte regnskaber samt bankinspektionens rapporter efter 1869.

Bortset fra handelshusene må det udvalgte materiale anses for at være repræsentativt for tiden efter 1860. Mellem 1860 og 1900 udgjorde f. eks. de undersøgte jernbrugs produktion mellem 16 og 24 % af branchens samlede produktion, klædefabrikerne mellem 20 og 49 %. Mindst repræsentativt er materialet for savværker, hvor procenten ligger mellem 10 og 15. En svaghed er, at de virksomheder, der gik til grunde, ikke behandles. Det ville have været yderst interessant, hvis det forhåndenværende materiale var blevet suppleret med oplysninger fra nogle konkursboer, men alligevel må det siges, at historikerne gennem dette værk har fået deres viden og indsigt vedrørende et overordentlig centralt problem udvidet på det kraftigste. For første gang står

vi overfor en kvantitativt begrundet redegørelse for en af de vigtigste sider i 1800-tallets økonomiske historie. For dispositionen har — som naturligt er — en rent bogholderimæssig betragtning været afgørende: først behandles industriens selvfinansiering og derefter problemerne om den fremmede kapital, den langfristede som den kortfristede. Under dette hovedafsnit redegøres i særlige kapitler for statens industrikredit og den bankmæssige finansiering.

Karakteristisk for udviklingen er — som på forhånd ventet — anlægskapitalens stærke vækst for samtlige industrigrene. Som et eksempel herpå kan fremdrages Malmö Yllefabriks A/B. I 1867 var anlægskapitalen 234.000 kr., ti år senere 601.000, i 1887 godt en mill. og i 1897 over 2,4 mill. kr. For samtlige virksomheder under eet voksede anlægskapitalen fra 1860 til 1909 fra 53 til 63  $\frac{0}{10}$  af samtlige aktiver. Disse anlæg blev indtil omkr. 1890 udelukkende finansieret ved hjælp af egenkapitalen, men i de to sidste årtier før 1913, som var karakteriseret ved en livlig investering, lå egenkapitalen under anlægenes værdi. For de undersøgte virksomheder blev egenkapitalen efterhånden i overvejende grad mobiliseret i form af aktieindskud, idet samtlige virksomheder med undtagelse af een før 1913 var gået over til aktieselskabsformen. For jernbrug og maskinværksteder blev selskabsformen almindelig fra omkr. 1870. Men det er karakteristisk for disse ældre virksomheder, at aktieselskabsformen ikke var ensbetydende med nogen anlægsekspansion, at overgangen med andre ord ikke var motiveret med ønsket om at udvide kapitalen, men først og fremmest fandt sted for at opnå en begrænsning i ansvaret. Man kan måske nære sine tvivl om, hvorvidt materialet er fuldt repræsentativt på dette punkt. Hvis dette imidlertid er tilfældet, var baggrunden for ældre virksomheders overgang til selskabsformen en anden i Danmark end i Sverige. I Danmark var den afgørende begrundelse for at sætte virksomheder som Burmeister & Wain, Kastrup Glasværk m. fl. på aktier i 1870ernes første år så afgjort bestemt af ønsket om at erhverve de fornødne midler til en udvidelse af anlæg og drift. For de virksomheder, som efter 1800-tallets midte grundlagdes indenfor tekstil- og træindustrien måtte aktieselskabsformen blive en almindelig foreteelse, idet den tekniske udvikling nu stillede så store kapitalkrav, at en enkelt person som oftest var ude af stand til at løfte opgaven. Men også i disse selskaber gjorde en påfaldende eksklusivitet sig gældende. Stifteren var ofte en købmand og hans forretningsforbindelser, og aktierne forblev som regel under hele 1800-tallet placeret på få hænder. I 16 af de 21 omtalte aktie-

selskaber havde endnu i 1895 de ti største indskydere over halvdelen af kapitalen. Kun i eet tilfælde disponerede de over mindre end 30 %.

Når anlægseksansionen til omkr. 1890 ikke fandt sted ved hjælp af fremmed kapital og kun undtagelsesvis ved udvidelse af aktiekapitalen er det ensbetydende med, at nedplojning af selskabernes overskud var en væsentlig finansieringskilde. Dividenden i procent af overskuddet var i 1855 for samtlige aktieselskaber 30, men ved periodens slutning mellem 60 og 70 %. I og for sig forekommer denne udvikling meget sandsynlig. Efterhånden som aktionærernes kreds udvidedes udover en snævrere stifterklike, blev det vanskeligere at gennemføre en restriktiv dividendepolitik. Det er dog muligt, at de her gengivne dividendeprocenter ved periodens slutning ligger i overkanten, idet de måske — som af forfatteren antydet — er blevet modvirket ved dannelsen af skjulte reserver. I denne forbindelse er det af betydning, at afskrivninger først blev almindeligere omkr. 1850; fra 1870erne er afskrivning indført som princip i flertallet af de undersøgte virksomheder.

Den fremmede kapital sammensætning blev navnlig for tekstilfabriker og maskinværksteder indtil omkr. 1860 i betydeligt omfang præget af den statslige kreditgivning, som fortsatte betydeligt længere end tilfældet var i Danmark. Først i 1877 ophævedes manufakturdiskontoen, som på favorable betingelser havde stillet såvel korte som langfristede lån til industriens disposition. For tekstil- og maskinbranchen beløb manufakturdiskontoens udlån sig ved 1800-tallets midte til mellem 16 og 63 % af den fremmede kapital og til mellem 5 og 19 % af den totale kapital for de her undersøgte virksomheder.

Foruden den statslige kredits ganske anselige omfang langt op i tiden er det frie kapitalmarkeds ganske effektive og stabile kreditorganisation før bankernes tid særlig iøjnefaldende. Den langfristede kredit — d. v. s. kredit med en løbetid på over 3 måneder — efterspurgte industrivirksomhederne først og fremmest til finansiering af deres lagerbeholdninger. Dette kapitalbehov udgjorde i 1860erne og 70erne ca. 30 % af den samlede kapital, ved periodens slutning ca. 20 %. Omkr. 1850 bestod mere end halvdelen af den langfristede kredit af reverslån, d. v. s. lån med forskellige grader af sikkerhed og en løbetid på 6 måneder eller på 3 måneders opsigelse. Men skønt lånene formelt var kortvarige, anvendtes de i virkeligheden som stadigvarende placeringer af private, handelshuse og forskellige kasser. De store industrivirksomheder stod som oftest i direkte kontakt med disse lån-

givende instanser, men det var på den anden side ikke usædvanligt, at de støttede sig på mellemænd, pengemæglerne.

Det kortfristede kapitalbehov stod først og fremmest i forbindelse med virksomhedernes afsætning. På dette felt havde handelshusene en ganske betydelig opgave. Det fremgår af de undersøgte handelshuses regnskaber, at pengeforretningerne allerede fra 1800-tallets midte var af stor betydning, og efter 1860 udgør långivningen bl. a. til industrien omkr. 50 % af de undersøgte handelsvirksomheders aktivposter. Samtidig går handelshusene over til en stærkt øget indlåning. Firmaerne udviklede sig med andre ord til merchant bankers. Deres udlån til industrien fandt sted dels i form af reverslån, dels i form af de s.k. forlagslån, d. v. s. lån i kontokurant.

Denne organisation af kreditmarkedet undergik først større forandringer fra 1870erne med bankernes fremkomst og konsolidering. Vekselkreditten begyndte at få betydning fra omkr. 1870, obligationslånene — som efterhånden i vidt omfang blev formidlet af bankerne — noget senere. En egentlig gründervirksomhed synes bankerne, i modsætning til hvad tilfældet var i Danmark, ikke at have indladt sig på. De blev formentlig hindret heri ved regeringens kontrolforanstaltninger, som for denne tid savner paralleler her i landet.

Det er påfaldende, at den udenlandske kredit spillede en ganske underordnet rolle for industriens finansiering. Den hidtidige opfattelse, således som den bl. a. blev fremsat af S. Brisman i »Sveriges affärsbanker«, gik ud på, at det udenlandske kapitalmarked havde været af ganske afgørende betydning for det industrielle gennembrud. Denne opfattelse må herefter modificeres derhen, at den svenske stats betydelige låntagning i udlandet til finansiering af jernbaner og senere den private oplåning til finansiering af boligbyggeri var en forudsætning for, at den svenske industris kapitaldannelse kunne finde sted med indenlandsk opsparing som grundlag. Først omkr. 1900 synes industrien at være blevet noget mere afhængig af udlandet.

Der kunne måske til slut være grund til at gøre opmærksom på, at dette i virkeligheden banebrydende værk er blevet finansieret af svenske erhvervsforetagender, fremfor alt Svenska Bankföreningen, Sveriges Industriförbund, Sveriges Allmänna Exportförening og Sveriges Grossistförbund. Desuden har enkelte virksomheder givet bidrag til bearbejdningen af deres arkivmateriale.

*Rich. Willerslev.*