

## Strukturforandringer i dansk Erhvervslivs Finansiering i de senere Aar<sup>1)</sup>

Af Thorkil Kristensen

1. Samfundsvidenskaberne — hvortil Økonomien jo hører — har en Vanskelighed, som giver dem en Særstilling blandt Videnskaberne. Det er den, at selve Videnskabens Genstand saa at sige forandrer sig mellem Hænderne paa os, medens vi studerer den. Medens vi møjsommeligt arbejder os frem til større Forstaaelse af det Samfund, hvori vi lever, er dette Samfund under stadig Forandring, og en skønne Dag, naar vi tror at have naaet Forstaaelsen, opdager vi, at Samfundet nu er et andet end det, vi sad og studerede. Derfor maa man engang imellem standse op og se tilbage for at konstatere, om der nu er sket saa store Forandringer, at det kan ændre vor Problemstilling. Det er et saadant Tilbageblik, der her skal forsøges for saa vidt angaar dansk Erhvervslivs Finansiering i Mellemløbet og under den anden Verdenskrig.

Emnet er ikke uden Betydning, thi den Maade, hvorpaa Erhvervslivet i et Land er finansieret, har i flere Henseender Indflydelse paa hele Samfundsformen. Naar man kalder vort nuværende Samfund for det privatkapitalistiske, er det jo netop, fordi Erhvervslivet nu i Hovedsagen finansieres af private Kapitalejere. Finansieringsformen er da ogsaa afgørende — helt eller delvis — ikke blot for *Indkomsternes Fordeling* (Udbytte, Renter o.s.v.), men ogsaa for *Risikoens* og — endnu mere betydningsfuldt — for *Magtens Fordeling*. De, der stiller selve Egenkapitalen til Raadighed, har større Risiko, men ogsaa mere Magt over Virksomheden end de, der blot staar som Kreditorer. Dog kan Kreditorerne i visse Situationer have stor Indflydelse; men den er af en anden Art end den, der tilkommer Ejerne.

2. Den *Periode*, vi her skal betragte, falder naturligt i to Afsnit, Mellemløbet indtil 1939 og Krigen med dens Afviklingsperiode, som vi nu er inde i.

Af praktiske Grunde er det imidlertid nødvendigt i Studiet af Mellemløbet at begynde ved Slutningen af Aaret 1925. Først paa dette

<sup>1)</sup> Tiltrædelsesforelesning paa Handelshøjskolen i København den 27. Januar 1948.

## Strukturforandringer i dansk Erhvervslivs Finansiering i de senere Aar<sup>1)</sup>

Af Thorkil Kristensen

1. Samfundsvidenskaberne — hvortil Økonomien jo hører — har en Vanskelighed, som giver dem en Særstilling blandt Videnskaberne. Det er den, at selve Videnskabens Genstand saa at sige forandrer sig mellem Hænderne paa os, medens vi studerer den. Medens vi møjsommeligt arbejder os frem til større Forstaaelse af det Samfund, hvori vi lever, er dette Samfund under stadig Forandring, og en skønne Dag, naar vi tror at have naaet Forstaaelsen, opdager vi, at Samfundet nu er et andet end det, vi sad og studerede. Derfor maa man engang imellem standse op og se tilbage for at konstatere, om der nu er sket saa store Forandringer, at det kan ændre vor Problemstilling. Det er et saadant Tilbageblik, der her skal forsøges for saa vidt angaar dansk Erhvervslivs Finansiering i Mellemløbet og under den anden Verdenskrig.

Emnet er ikke uden Betydning, thi den Maade, hvorpaa Erhvervslivet i et Land er finansieret, har i flere Henseender Indflydelse paa hele Samfundsformen. Naar man kalder vort nuværende Samfund for det privatkapitalistiske, er det jo netop, fordi Erhvervslivet nu i Hovedsagen finansieres af private Kapitalejere. Finansieringsformen er da ogsaa afgørende — helt eller delvis — ikke blot for *Indkomsternes Fordeling* (Udbytte, Renter o.s.v.), men ogsaa for *Risikoens* og — endnu mere betydningsfuldt — for *Magtens Fordeling*. De, der stiller selve Egenkapitalen til Raadighed, har større Risiko, men ogsaa mere Magt over Virksomheden end de, der blot staar som Kreditorer. Dog kan Kreditorerne i visse Situationer have stor Indflydelse; men den er af en anden Art end den, der tilkommer Ejerne.

2. Den *Periode*, vi her skal betragte, falder naturligt i to Afsnit, Mellemløbet indtil 1939 og Krigen med dens Afviklingsperiode, som vi nu er inde i.

Af praktiske Grunde er det imidlertid nødvendigt i Studiet af Mellemløbet at begynde ved Slutningen af Aaret 1925. Først paa dette

<sup>1)</sup> Tiltrædelsesforelesning paa Handelshøjskolen i København den 27. Januar 1948.

Tidspunkt var man nemlig stort set til Ende med det, vi med et moderne Udtryk kan kalde den finansielle Udrensning efter den første Verdenskrig. De første Aar efter 1920 var præget af de store Bankkrak og talrige andre Rekonstruktioner o. l., som gav store regnskabsmæssige Forskydninger i Virksomhedernes Kapitalforhold Forskydninger, der dog som Regel var Udtryk for Tab, der maatte skønnes at være lidt i tidligere Aar. Statistikken over Bank- og Aktieselskabsregnskaber o. l. danner derfor ikke noget paalideligt Grundlag for en Undersøgelse før omkring 1925, da der var ved at komme Ro over Forholdene.

3. Det *Omraade*, der skal undersøges, er det private danske Erhvervsliv. Finansieringsmæssigt falder dette stort set i tre Hovedafsnit: *Landbruget*, *Byerhvervene* og *Boligmassen* (herunder baade Nybyggeriet og de allerede bestaaende Boliger). I Landbruget har man jo normalt sin Bolig og sin Erhvervsvirksomhed paa samme Sted, i den samme Ejendom. Anderledes i Byerne, hvor de fleste har Bolig eet Sted og Erhverv et andet. Socialt og befolkningsmæssigt er det, der her kaldes Boligmassen, altsaa sammenhørende med Byerhvervene i videste Forstand. Finansielt er det derimod mere beslægtet med Landbruget. Det drejer sig i begge Tilfælde om faste Ejendomme, og *Real-kredit* bliver derfor den vigtigste Finansieringsform, baade for Landbruget og for Boligmassen. Der er her Tale om en forholdsvis simpel Kapitalstruktur.

I Byerhvervene møder vi derimod alle de Kapitalformer, der er betegnende for Nutiden: Aktiekapital, Reserver, Varegæld, Bankgæld o.s.v. Derfor bliver Byerhvervene Hovedgenstanden for den følgende Fremstilling, og derfor behandles de først.

Opgaven bliver altsaa at følge de tre Erhvervsomraader, der her er nævnt, og undersøge, hvilke Forandringer Virksomhederne der har oplevet i deres finansielle Struktur i den behandlede Periode. *Indirekte* kommer vi herved ogsaa ind paa et andet Forhold. Man kan ikke behandle de Virksomheder, der er blevet finansieret, uden at der samtidig kastes et Sidelys over de Virksomheder, *der har finansieret dem*, altsaa Banker, Sparekasser, Kreditforeninger o. l. Paa denne Maade skulde der ogsaa som Resultat af Undersøgelsen kunne siges lidt om Udviklingen paa det danske Kapitalmarked i de to sidste Aartier.

4. Den første Opgave bliver da at betragte *Byerhvervenes* Finansieringsforhold i *Perioden 1925—39*. Kilden bliver fortrinsvis Aktieselskabs- og Bankstatistikken; men som Baggrund maa der til Indledning siges lidt om de almindelige økonomiske Forhold i Perioden, der selvsagt er nøje sammenhørende med de specielle finansielle Faktorer i Erhvervslivet.

Baade Aaret 1925 og Aaret 1939 kan stort set siges at ligge paa Toppen af en Højkonjunktur. Derimellem ligger to hele Konjunkturkredsløb, idet man ogsaa i 1929—30 var paa Toppen, medens Bølgedalene repræsenteres af Aarene 1927 og 1932. Det er heldigt, at de to Aar, der indrammer den undersøgte Periode, saaledes i konjunkturmæssig Henseende omtrent er ens. Man kan da nemlig gaa ud fra, at de Forskydninger, der konstateres ved en Sammenligning mellem de to Aar, i Hovedsagen er virkelige Strukturforandringer, idet Konjunkturforandringerne opvejer hinanden.

Om Perioden som Helhed gælder det iøvrigt, at den gennemgaaende udviser stigende Produktion, men derimod faldende Priser. Engrosprisniveauet var i 1939 rundt regnet 20 pCt. lavere end i 1925. Til Gengæld var Industriproduktionen efter den foreliggende Statistik at domme omkring 40 pCt. større i Mængde ved Slutningen af den behandlede Fjortenaarsperiode end ved dens Begyndelse. Pengeværdien af denne Produktion har da formentlig snarest været stigende i Perioden som Helhed, idet Produktionsfremgangen procentvis har været større end Prisnedgangen. Ogsaa Landbrugsproduktionen viste i disse Aar Fremgang i Mængde, men Nedgang i Priser. Betydningen heraf for de danske Byerhverv er dog relativt mindre end ved Industriproduktionen.

Et andet Maal har man i Udenrigshandelen. Den samlede Omsætning (Import plus Eksport) var i 1939 ca. 10 pCt. mindre end i 1925. Tilsyneladende gaar Udviklingen altsaa her imod det, der foran er sagt om den danske Produktion. Imidlertid betød Tiden efter 1930 jo netop en stærk Indskrumpning af Udenrigshandelen og en tilsvarende Forcing af Selvforsyningen. Det er altsaa netop sandsynligt, at Omsætningen af indenlandske Produkter er steget samtidig med, at den udenlandske Omsætning er gaaet lidt tilbage.

Alt i alt turde herefter den samlede Pengeværdi af den Omsætning, der formidles af de danske Byerhverv, næppe have forandret sig meget i Perioden 1925—39. Snarest er den vel steget lidt, saaledes at den Kapital, der er bundet i Omsætningen (Varelager, Debitorer o. l.) i hvert Fald har været mindst lige saa stor i 1939 som i 1925.

Vender vi os til den *faste Kapital*, der er den anden Hovedkilde til Finansieringsbehovet, bliver Billedet klarere. Fra de to Erhvervstællinger i 1925 og 1935 kan anføres følgende Tal:

	Maskinkraft i Industrien H. K.	Samlet Personel Handel og Industri
1925	438 000	576 000
1935	689 000	717 000

Det er en Fremgang i Hestekraft paa 57 pCt. og i Personel paa 25 pCt. Kunde man have faaet de sidste fire Aar af Perioden med, vilde Stigningen sikkert være blevet noget større, idet disse Aar var en Opgangsperiode, navnlig for Industrien.

Det kan endelig nævnes, at Handelsflaadens Tonnage i de fjorten Aar steg med 12 pCt. (fra 1 117 000 til 1 246 000 Tons), altsaa en beskeden Fremgang. Derimod steg Antallet af Automobileer i samme Tidsrum fra 59 000 til 162 000, og i Forbindelse med denne stærke Fremgang maa ogsaa den i Reparationsanlæg og Benzintankstationer m. v. anbragte Kapital være vokset betydeligt.

Resultatet af de anførte Undersøgelser maa blive, at det samlede Beløb, der var investeret som Drifts- og Anlægskapital i Byerhvervene, har været større i 1939 end i 1925, selv om Fremgangen maaske ikke har været særlig stor, naar der som her regnes i Penge.

Hvorledes er nu denne Kapitalfremgang blevet finansieret?

I Almindelighed kan en Byerhvervsvirksomheds Kapital deles i de tre Kategorier: Egenkapital, Varekreditorer og Bankgæld. Der kan være andre Poster, f. Eks. Prioriteter; men de tre nævnte er de vigtigste. Ser vi paa Erhvervene som Helhed, kan der imidlertid ses bort fra Varekreditorerne, som jo blot er den ene Virksomheds Gæld til den anden. Tilbage bliver Egenkapitalen og Bankgælden.

Vi betragter da først *Bankgælden*. Samtlige Bankers Udlaan (incl. Diskontering) udgjorde i de to Sammenligningsaar i Millioner Kroner:

1925:	2234
1939:	2299

Der er altsaa praktisk talt ingen Fremgang. Det er ikke gennem større Banklaan, Ekspansionen i disse Aar er finansieret.

Forholdet til Bankerne kan imidlertid ogsaa belyses fra en anden Side. Bankernes Udlaan er vel i Hovedsagen ydet til Byerhvervene; men samtidig har disse en Del af deres disponible Midler indestaaende i Bankerne, som Regel paa Folio eller Kontokurantkonto. Det viser sig nu, at disse forretningsmæssige Indskud er vokset ret betydeligt i Perioden. Trækker vi Beløbet herfor fra Udlaanene, faar vi en Størrelse, som med nogen Ret kan kaldes Bankernes *Netto-Udlaan* til *Erhvervene*, stadig sikkert i overvejende Grad til Byerhvervene. De paa-gældende Tal gengives nedenfor (Mill. Kr.):

	Indskud paa Folio og Kontokurant	Netto Udlaan
1925:	589	1645
1939:	846	1453

Erhvervene har altsaa styrket deres Likviditet, og Bankernes *Netto*-bidrag til deres Finansiering er gaaet ned, endda ikke helt uvæsentligt. Som fremhævet i det foregaaende maa det antages, at det samlede Kapitalbehov er steget lidt i Periodens Løb. Det maa da aabenbart være *Egenkapitalen*, der er gaaet frem.

Direkte kan man kun følge dette Forhold for de Virksomheder, der er Aktieselskaber. Man kan her tillige følge Egenkapitalens Opdeling paa dens to Hovedbestanddele, *Aktiekapitalen* og *Reserverne*.

Aktiekapitalen kan man følge for samtlige Aktieselskaber. Reserverne kendes derimod kun for de Selskaber, der indsender Regnskab til Aktieselskabsregistret, saaledes at Tallene kan offentliggøres. Som Helhed gælder dette for Selskaber med mere end 10 Aktionærer, og iøvrigt foreligger der nu Regnskab for Hovedmassen af Selskaberne, navnlig hvad Beløb angaar.

Vi betragter først Aktiekapitalen for samtlige Selskaber (Mill. Kr.):

	Alle Selskaber	Industri, Skibsfart, Varehandel
1925:	2342	1404
1939:	2213	1326

Det viser sig altsaa, at Aktiekapitalen er gaaet tilbage, omend ikke meget. Ovenfor blev det paavist, at Egenkapitalen som Helhed maatte være gaaet frem. Denne Fremgang maa altsaa falde paa *Reserverne*, som tilmed maa opveje den lille Nedgang for Aktiekapitalen.

For nærmere at belyse dette Forhold betragter vi nu de Selskaber i *Industri, Skibsfart og Varehandel*, for hvilke der foreligger Regnskab. Kapitalens Sammensætning i disse Selskaber viser følgende Udvikling:

	1925 pCt.	1939 pCt.
Aktiekapital .....	36.8	32.5
Reserver .....	16.6	25.6
Gæld .....	46.6	41.9
	<hr/> 100.0	<hr/> 100.0

Den samlede Balance for de regnskabsaflæggende Selskaber er steget; men det siger ikke saa meget, da det er en stigende Procentdel af samtlige Selskaber, der har aflagt Regnskab. De her gengivne relative Tal viser imidlertid klart, at Reserverne er steget, baade i Forhold til Aktiekapitalen og i Forhold til Gælden. I 1939 udgjorde Reserverne 78.7 pCt. af Aktiekapitalen mod 45.2 pCt. i 1925.

Sammenholder vi dette Resultat med den stagnerende Aktiekapital for samtlige Selskaber og med Bankernes stagnerende Udlaan (aftagende Nettoudlaan), faar vi følgende Billede af Hovedlinierne for Periodens finansielle Udvikling.

Erhvervslivets — ret begrænsede — Ekspansion i disse fjorten Aar er som Helhed *finansieret af Virksomhederne selv* ved Oplæg af Reserver. Erhvervene *har frigjort sig baade fra Bankerne og fra Kapitalmarkedet*, idet baade Bankernes Nettoudlaan og den samlede Aktiekapital var mindre i 1939 end i 1925.

En Del af Tallene omfatter kun de regnskabsaflæggende Selskaber; men Tallene for Aktiekapitalen omfatter samtlige Aktieselskaber, og Tallene for Bankernes Udlaan og Indskud er jo overhovedet ikke begrænset til Aktieselskaber alene. Da der synes at være ret god Overensstemmelse mellem de forskellige Talrækker, kan man derfor sikkert gaa ud fra, at den konstaterede Hovedtendens har været almen.

Man kan saa spørge, hvad *Aarsagerne* til denne Udvikling har været.

De to Prisfaldsperioder 1925—26 og 1930—32 maa jo have tæret noget paa Virksomhedernes Reserver, og som nævnt var den Prisopgang, de andre Aar i Perioden bragte, ikke stor nok til at bringe Prisniveauet i 1939 op paa samme Højde som i 1925. Saa meget mere bemærkelsesværdigt er det, at der alligevel har været Mulighed for den betydelige Konsolidering, der som paavist er foregaaet. At der har været en udpræget *Vilje* hos Erhvervsvirksomhederne til at konsolidere sig i disse Aar, kan der ikke være Tvivl om. Erfaringerne fra den første Verdenskrig og Krisen i 1920—22 har manet til Forsigtighed i Dispositioner, og Bankerne har utvivlsomt været forsigtigere med deres Kreditgivning end tidligere. Den nye Banklov af 1930 har vel kun kunnet understrege denne Tendens. Nationalbankens Kreditindskrænkning under den paafølgende Krise maatte ogsaa opmuntre Virksomhederne til saa vidt muligt at klare sig selv i finansiell Henseende.

Forsigtige Dispositioner har da sikkert begrænset Tabene i Kriseaarene, og en forsigtig Dividendepolitik har holdt Penge tilbage i Selskaberne. Dertil kommer saa, at Valutacentralens Virksomhed gav mange Virksomheder en betydelig Beskyttelse og dermed Fortjeneste, ligesom den ogsaa har virket i Retning af at koncentrere Investeringerne paa de Steder, hvor der var øjeblikkelig Anvendelse for dem, saaledes at Kapacitetsudnyttelsen i hvert Fald paa kortere Sigt blev forbedret. I Aarene 1933—39 har Fortjenstmulighederne da sikkert adskillige Steder været gode.

Bemærkelsesværdig er den Forøgelse af Likviditeten, hvorom den nævnte Stigning i Bankernes Folio- og Kontokurantindskud bærer

Vidne. Formentlig har Kreditvanskelighederne under Krisen i 1930—32 faaet mange Firmaer til forsættlig at holde sig mere likvide for at undgaa tilsvarende Vanskeligheder i Fremtiden. Ogsaa dette betyder jo en Frigørelse i Forholdet til Bankerne.

5. *Krigen 1939—45* havde især to Konsekvenser, der berører Erhvervenes Finanser. Den stærke *Prisstigning*, der efterhaanden blev altomfattende, medførte en Forøgelse af Pengeværdien af Varelagre, Skibe og andre Aktiver, efterhaanden ogsaa faste Ejendomme. De fleste Erhvervsvirksomheders Aktiver bestaar jo hovedsagelig af saadanne *Realværdier*, og naar disse stiger i Pris, medens Pengegælden ikke paavirkes af Prisbevægelsen, maa jo Egenkapitalen vokse.

Hvis en Virksomhed i 1939 havde Aktiver (Realværdier) for 100 000 Kr. og en Gæld paa 50 000 Kr., har Egenkapitalen været paa 50 000 Kr. eller 50 pCt. af Balancen. Stiger nu Realværdierne i Gennemsnit med 100 pCt., vil Aktivmassen være vokset til 200 000 Kr. Er Gælden stadig 50 000 Kr., er Egenkapitalens Værdi altsaa tredoblet til 150 000 Kr., og den udgør nu 75 pCt. af Balancen. Inflationen har jo denne Virkning, at Debitorer, der ejer Realværdier, faar deres Nettoformue forøget paa Pengekreditorernes Bekostning.

Noget i denne Retning er nu uden Tvivl foregaaet i næsten alle Erhvervsvirksomheder, og det betyder da, at *Egenkapitalen (Reserverne) paany er vokset i Forhold til Gælden*. For saa vidt har Krigen altsaa fortsat og fremskyndet den Udvikling, der allerede var i Gang i Mellemkrigsaarene. Det er igen Kapitaldannelsen inden for Virksomhederne selv, der har domineret, og Uafhængigheden i Forhold til Bankerne og Kapitalmarkedet er paany blevet større.

Den anden Virkning, som Krigen medførte, er i højere Grad af rent likviditetsmæssig Art. Vareknapheden tvang efterhaanden Virksomhederne til at realisere store Dele af deres Varelagre uden at faa dem erstattet, og heller ikke Sliddet (Afskrivningen) paa de faste Anlæg kunde i normalt Omfang modsvares af Nyinvesteringer. Resultatet var, at Realværdien i betydeligt Omfang blev omsat til kontant Formue, og Likviditeten blev derved forøget i enestaaende høj Grad. Der kunde betales af paa Bankgæld o. l., og samtidig havde man voksende Summer paa de løbende Bankkonti.

Denne Udvikling kan aflæses af Bankstatistikken, der tillige viser, at den i hvert Fald delvis har været af forbigaaende Karakter. Nedenstaaende Oversigt viser først Bankernes samlede Udlaan incl. Diskontering, dernæst deres Indskud paa Folio og Kontokurant og endelig Forskellen mellem disse to Størrelser, altsaa det, der foran kaldes Nettoudlaanet. Alle Tallene er Millioner Kroner.



ult.	Udlaan	Folio og Kontokurant	Netto-Udlaan
1939	2299	846	1453
1945	1843	2947	÷ 1104
1947	3284	2232	1054

I 1945 var de løbende Indskud langt større end de samlede Udlaan. I Løbet af de følgende to Aar har Forholdet atter nærmet sig det normale, idet Finansieringen af den store Merindførsel i 1946—47 og den af Staten iværksatte Pengeopsugning igen har formindsket den meget store Likviditet noget. Den er dog stadig meget stor. Da Prisniveauet (Engrospriser) stort set er fordoblet siden 1939, vilde et Nettoudlaan fra Bankerne paa ca. 3 Milliarder Kr. omtrent svare til Stillingen før Krigen; men Nettoudlaanet er nu kun ca. 1 Milliard Kr.

Saaframt Marshallplanen bliver realiseret, vil der ogsaa i de nærmeste Aar komme en betydelig Merindførsel, og da Statens Pengeopsugning ikke er helt afsluttet, vil Nedgangen i Likviditeten antagelig fortsætte, og derved vil Bankerne genvinde noget af den Indflydelse, de har mistet under de senere Aars Udvikling.

Der er dog ingen Tvivl om, at Nettovirkningen af Krigstidens Forskydninger vil blive en væsentlig Forstærkelse af den Hovedtendens, vi har fundet i det foregaaende: Frigørelsen fra andre Kapitalgivere end Virksomhedernes egen Opsparing. Den Vækst i Egenkapitalerne, som Inflationen har affødt, maa nemlig antages i Hovedsagen at blive staaende. Prisstigningen har nu efterhaanden bundfældet sig i Lønstigning. Her i Landet er saaledes de organiserede Arbejderes Løn steget 75—80 pCt. (Landbrugslønningerne endnu mere), og noget lignende er sket i de fleste Lande. Det vil nu næppe kunne lade sig gøre at presse de organiserede Arbejderes Løn væsentligt ned igen. Det vilde skabe for megen Uro. Erfaringen fra 1933 (Kanslergadeforliget) viser da ogsaa, at man hellere sænker Valutaens Kursværdi end vover Forsøget paa at opnaa en ønskelig Tilpasning gennem en Lønsækning. Senere Erfaringer fra andre Lande peger i samme Retning.

Naar Lønnen ikke kan gaa ned, maa ogsaa Priserne holde sig paa et Niveau, der er meget væsentligt højere end før Krigen; thi der maa naturligvis være en vis Harmoni mellem Priserne og det vigtigste Element i Omkostningerne. *Hvor* det fremtidige Prisniveau — hvis der overhovedet kommer Ro i Prisforholdene — kommer til at ligge, kan ingen vide; men man kan sikkert uden Risiko gaa ud fra, at det vil blive mindst 50 pCt. højere end før Krigen, og alt i alt er det vel snarere sandsynligt, at Stigningsprocenten bliver over end under 75.

Herefter skulde ogsaa Egenkapitalernes Vækst i Forhold til Gælden

i Hovedsagen være permanent. Udbyttebegrænsningsloven maa iøvrigt have forstærket denne Udvikling, idet den har holdt Penge tilbage i Selskaberne. Til Gengæld har Prislovgivningen virket i modsat Retning, idet den har hindret Virksomhederne i at udnytte deres Aktiver til saa høje Priser, som Udviklingen ellers vilde have begrundet. Det er umuligt at faa et Maal for Styrken af disse forskellige Tendenser, bl. a. fordi Aktivernes Værdistigning endnu næppe i ret høj Grad har fundet Udtryk i Regnskaberne. Det er jo ikke almindeligt, at man skriver bestaaende Aktiver op, fordi Prisniveauet er steget. Først efterhaanden, som Virksomheder og Aktiver skifter Haand til højere Priser, vil de blive bogført hos de nye Ejere til disse à jour førte Priser.

Det skal endnu anføres, at selve Aktiekapitalerne kun i forholdsvis ringe Udstrækning er blevet ført à jour. Likviditeten har været saa stor, at der kun i forholdsvis faa Tilfælde har været Brug for Emission af nye Aktier. Derimod kunde det undertiden af skattemæssige Grunde betale sig at skaffe sig en større Aktiekapital. For samtlige Selskaber er Aktiekapitalen vokset fra 2213 Mill. Kr. ult. 1939 til 2811 Mill. Kr. ult. 1946. Det maa da igen først og fremmest være Reserverne, der er vokset.

6. Det staar tilbage at undersøge den finansielle Udvikling, der knytter sig til *Landbruget og Boligmassen*. Her, hvor der hovedsagelig er Tale om Realkredit, sætter alle Virkninger sig forholdsvis langsomt igennem, og vi kan derfor tage hele Perioden 1925—47 under eet.

De to Kriser i 1925—26 og i 1930—32 ramte Landbruget haardt, og Bedringen i Slutningen af 1930erne var kun langsom. Det var først fra 1940, at Landbrugspriserne gik betydeligt i Vejret. Samtidig gik Produktionen ned paa Grund af svigtende Raastofftilførsler. Sammenlignet med 1939 steg Erhvervets Indtægter efterhaanden stærkt; men her, hvor vi skal sammenligne med 1925, har vi en væsentlig svagere Fremgang at regne med.

Resultatet af hele denne Udvikling har været, at Landejendommenes Priser incl. Besætning og Inventar i 1947 kun var ca. 33 pCt. højere end i 1925. Da Antallet af Ejendomme kun er steget lidt i de 22 Aar, medens Arealet jo er det samme, maa det antages, at Finansieringsbehovets Stigning kun har været lidt over de 33 pCt.

For Boligmassen har Stigningen været langt større. En tilfredsstillende Statistik over disse Ejendommers Prisudvikling findes ikke, og det maa antages, at de forskellige Kategorier inden for Omraadet udviser meget forskellige Stigningsprocenter. Saaledes er Villaer steget stærkt under og efter Krigen, medens Udlejningsejendomme er holdt nede i Pris paa Grund af Huslejestoppet.

I Modsætning til Landejendommene maa Boligejendomme o. l. imidlertid være steget meget stærkt i *Antal*. Der har i hele Perioden fundet en stærk Vandring Sted bort fra Landbruget og over til de andre Erhverv. En tilsvarende Stigning i Boligmassen har derfor fundet Sted i Byer, Stationsbyer o. l.

Langt den vigtigste Kilde til Finansieringen af de her nævnte Ejendomstyper er *Kredit- og Hypotekforeninger*. Udviklingen i disse Foreningers cirkulerende Obligationsmasse har været følgende (Milliarder Kroner):

$\frac{3}{4}$ 1926:	3.5
$\frac{3}{4}$ 1946:	7.3
Stigning:	3.8

Det er en Fremgang paa ca. 110 pCt. Stigningen i Kapital (baade Priser og Mængde) har altsaa i høj Grad affødt større Laan i disse Institutter, modsat Byerhvervene, hvor den investerede Kapital ogsaa er steget, mens Beløbene for Aktiekapital og Banklaan kun i langt ringere Grad er fulgt med. Det er en gammel Erfaring, at en Stigning i de faste Ejendommers Priser altid efterfølges af en stort set tilsvarende Stigning i Prioritetsgælden. Egenkapitalernes Vækst, som vi fandt ved Byerhvervene, findes ogsaa her; men den *flytter bort fra selve Ejendommen*, efterhaanden som disse sælges til nye Folk. I Byerhvervene er *Firmaet* det faste Element, i Landbruget *Ejendommen*; men Kapitalen følger Personerne.

Af den store Stigning i Kredit- og Hypotekforeningernes Udlaan falder Hovedparten naturligvis paa Boligmassen, da det er her, det store Byggeri har fundet Sted, vistnok ca. 3 Milliarder Kr., medens Resten eller rundt regnet en Femtedel maa antages at falde paa Landbruget. Nøjagtige Tal kan ikke gives, da nogle Foreninger giver Laan i baade Landbrugs- og andre Ejendomme. Det kan ogsaa anføres, at Kreditforeningernes Udlaan er steget betydeligt stærkere end Hypotekforeningernes, ogsaa procentvis.

Næst efter disse Realkreditinstitutter er *Sparekasserne* den største Laangiver m. H. t. Prioritetslaan. Sparekassernes samlede Udlaan i faste Ejendomme viser følgende Udvikling:

$\frac{3}{4}$ 1926:	929 Mill. Kr.
$\frac{3}{4}$ 1946:	1278 Mill. Kr.

Fremgangen er altsaa langt mindre end for Kreditforeningerne. Disse har med andre Ord indtaget en stadig mere dominerende Plads paa vort Realkreditmarked, medens Hypotekforeningerne og Sparekasserne er trængt tilbage. Aarsagerne er vel bl. a. den Frygt for An-

denprioriteterne, som opstod i Tredivernes Depressionsaar, medens der under den senere Prisopgang kun har været ringe Behov for en høj Prioritering. Rentesvingningerne forklarer vel en Del af Sparekassernes relative Tilbagegang. I Tider med lav Rente søger mange over i Kreditforeningerne, hvor Renten ikke senere kan forhøjes.

7. Vi kan nu *sammenfatte* de vigtigste Resultater af denne Under-søgelse.

Der har igennem hele Perioden været en *voksende Selvfinansiering*, særlig i Byerhvervene. Virksomhederne har anvendt saa store Dele af de aarlige Overskud til Konsolidering, at Reserverne er vokset stærkt, medens Bankgælden og Aktiekapitalerne stort set har været stagnerende. Inflationen har yderligere fremmet denne Tendens. Ogsaa likviditetsmæssigt har Virksomhederne styrket sig, idet deres Indskud paa Folio og Kontokurant voksede allerede før Krigen.

Denne Selvfinansiering og Likviditetsstyrkelse betyder, at Virksomhederne er blevet mere uafhængige af Bankerne og iøvrigt ogsaa af Kapitalmarkedet, idet Aktiekapitaludvidelser kun i ringe Grad har været nødvendige. De Aktieemissioner, der har fundet Sted, har sikkert i nogle Tilfælde haft til Formaal at stille Virksomhederne gunstigere i Forhold til Skattelovgivningen og Udbyttebegrænsningsloven.

En Sidevirkning af denne Udvikling er det, at *Bankernes Stilling* er blevet mere passiv og tilbagetrukket. Deres direkte Betydning for Erhvervslivets Finansiering er gaaet tilbage, idet der kun i forholdsvis ringe Grad har været Brug for deres Laan. I Stedet har de købt en Del af de mange Obligationer, Perioden har skabt i Forbindelse med det store Boligbyggeri. Iøvrigt har Byggelaan sikkert indtaget en større Plads i Bankernes Laangivning i Forhold til egentlige Erhvervskreditter end tidligere.

Man har talt om en tysk og en engelsk Banktype, hvoraf den første gik mere aktivt og direkte ind i Erhvervslivets Finansiering end den sidste. Det har altid været anset for givet, at de danske Banker nærmest var af den tyske Type; men man vil se, at vi i disse Aar mere har nærmet os den engelske Banktype.

Ikke mindre vigtig er Udviklingen paa *Kapitalmarkedet*. Den illustreres bedst ved Sammenligning mellem de samlede Beløb for de to vigtigste Papirer: Aktier og Obligationer (her repræsenteret ved Kredit- og Hypotekforeningerne). Disse Beløb har været følgende (Milliarder Kroner):

	Aktier	Obligationer
1925:	2.3	3.5
1946:	2.8	7.3
Stigning:	0.5	3.8

Man ser, at det danske Kapitalmarked i stærkt stigende Grad er blevet domineret af Obligationerne. Børsomsætningen samler sig da ogsaa om disse i langt højere Grad, sammenlignet med Aktierne, end Tilfældet var for 20—30 Aar siden. Inden for Obligationsmarkedet er det atter især Kreditforeningsobligationerne, der er gaaet frem, og det vil fremgaa af et tidligere Afsnit, at disse i stigende Grad er dækket af Udlaan i Boligejendomme o. l. Landejendommene, der var det oprindelige Grundlag for vore Kreditforeninger, da disse kom frem for ca. 100 Aar siden, spiller i Nutiden en relativt stadig mindre Rolle som Sikkerhed for Obligationsejere her i Landet. Dette i Forbindelse med Aktiemarkedets relative Tilbagegang betyder, at danske Kapitalister i stigende Grad har haft Mulighed for Pengeanbringelser, der ikke er forbundet med en egentlig direkte *Erhvervsrisiko*. Rentierelementet har bredt sig.

Vi har da gennemløbet en Periode, der i finansiell Henseende byder paa *store Forskydninger*, men samtidig paa *faa eller ingen epokegørende Nydannelser*. Faktorerne i den danske Finansverden er næsten helt igennem de samme som i 1925, selv om Størrelsesforholdet mellem dem har forskudt sig.

Naar der saaledes tilsyneladende har været kaldt saa lidt paa den skabende Fantasi, hænger det sikkert sammen med det, som har været det mest karakteristiske Træk i det finansielle Billede af Perioden: at Virksomhederne stort set har kunnet finansiere sig selv i dette Tidsrum. De har ikke behøvet at lede med Lygte efter nye Kredse i Folket, der kunde trækkes mere direkte ind i Erhvervslivets Finansiering.

Man kunde maaske med Byerhvervenes store Vækst og den samtidige Spredning af Velstand, ogsaa i de bredere Lag, have ventet en *Demokratisering af Aktien*, den moderne Kapitalismes typiske Papir. I andre Lande, navnlig U.S.A., har man set Fremstød i denne Retning, f. Eks. *Arbejderaktier*, beregnet paa de i Virksomhederne ansatte, og *Investeringselskaber*, hvis Formaal er at opkøbe Aktier i et stort Antal Aktieselskaber, saaledes at den, der køber Aktier i selve Investeringselskabet, derved spreder sin Risiko og altsaa ikke behøver at være rig for at kunne sove roligt.

I Danmark har man, bortset fra enkelte ubetydelige Tilløb, ikke set noget saadant. Forklaringen er sikkert, at Erhvervslivet ikke har haft Behov for at søge nye Finansieringskilder. Det er Fremtiden forbeholdt at vise, om den fortsatte Udvikling af Byerhvervene kan bringe den Demokratisering af Kapitalismen, som vilde kunne forene privat Initiativ med en stadig jævnere Velstandsfordeling.