

FINANSIERINGSPROBLEMER I ANLEDNING AF EKSPANSIONEN I DANSK INDUSTRI

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 19. Januar 1937.

AF THORKIL KRISTENSEN

I de sidste fire-fem Aar har den danske Industri gennemgaaet en Udvikling, der er saa stærk, at den næsten har Karakteren af et Gennembrud. Konjunkturerne har jo været opadgaaende i denne Periode, og naturligvis er Produktionsstigningen for en væsentlig Del af konjunkturmæssig Art. Vil man danne sig en Forestilling om den Hovedtendens, der har præget Industriens Udvikling i de senere Aar, maa man derfor søge i nogen Maade at borteliminere de periodiske Svingningers Indflydelse. Forud for Opgangstiden, der begyndte omkring Midten af 1932, oplevede vi som bekendt en udpræget Nedgangsperiode, der for Danmarks Vedkommende som Helhed kan regnes at være begyndt i 1930. Der er visse Ting, der kunde tyde paa, at man nu ved Begyndelsen af 1937 staar ved et nyt Vendepunkt nedad. Landbrugets Købeevne vil i det kommende Aar sikkert være mindre end i det foregaaende, og samtidig peger bl. a. de faldende Obligationskurser og hele den paabegyndte Kreditstramning mod et formindsket Byggeri. Da nu Landbruget og Byggeriet er to af de vigtigste Kilder til Efterspørgselen efter danske Industrivarer, maa man regne med en vis Tilbagegang i den industrielle Aktivitet som sandsynlig. Slaar denne Antagelse til, staar vi i Øjeblikket ligesom i 1930 paa Toppen af en Konjunkturbølge, og man faar derfor et vist Indtryk af Udviklingens Hovedtendens ved at sammenligne disse to Toppunkter.

Efter det officielle Produktionsindeks laa Industriproduktionen i Efteraaret 1936 omtrent 25 pCt. højere end i Aaret 1930 som Helhed. Den Stigning, der herefter er foregaaet i dette Tidsrum, forstaas bedre, naar man anstiller en Sammenligning dels med andre Landes Industri, dels med dansk Landbrug, som disse har

udviklet sig i de samme 6—7 Aar. Man ser da, at kun ganske enkelte Stater har en Industriproduktion, der i Forhold til Kulminationen i 1929—30 er steget saa stærkt, som den danske. I Verden som Helhed er Niveauet for 1936 kun lidt højere end for 1929, og flere Steder er det lavere. — Paa tilsvarende Maade viser Landbruget her i Landet som Helhed stagnerende og paa visse Punkter nedadgaende Produktion i de senere Aar.

Set paa denne Baggrund maa Ekspansionen i dansk Industri siges at være af ekstraordinær Styrke. Den repræsenterer en væsentlig Forskydning fra Landbrug mod Industri, om man vil: en stærk Fremskyndelse af den Bevægelse i denne Retning, vi gennem lang Tid har oplevet. Spørgsmaalet er, om dette Fremstød i Industrialiseringen er noget blot midlertidigt, saaledes at en Reaktion kan ventes, eller om vi staar overfor en mere varig Strukturforandring. Det er nødvendigt at gøre nogle Bemærkninger om dette Spørgsmaal, før man gaar ind paa de Problemer af forskellig Art, som den industrielle Ekspansion har rejst.

Søger man efter de Faktorer, der ligger bagved den Udvikling, vi har oplevet, er det fristende at standse ved Valutacentralen. Den Importkontrol, der er gennemført siden 1932, indebærer jo en i mange Tilfælde kraftig Beskyttelse af dansk Produktion, og det er som bekendt et af Ordningens officielle Formaal at fremme Beskæftigelsen her i Landet. Alligevel turde Forholdet være det, at Valutaordningen som Helhed har betydet meget lidt for den industrielle Produktion. Ekspansionen vilde ogsaa uden denne Ordning være kommet. Den vilde have taget en anden Form, end det nu er sket; dens Fordeling paa Brancherne vilde have været anderledes, og det er muligt, at det samlede Tempo var blevet lidt langsommere (skønt jeg ikke er sikker paa det); men en kraftig Forskydning fra Landbrug mod Industri kunde under de foreliggende Omstændigheder ikke undgaas.

Baggrunden for Valutaordningen var jo nemlig den internationale Depression, der for Danmarks Vedkommende bl. a. havde de to Konsekvenser: at Landbrugseksporten gik stærkt tilbage, og at Mulighederne for at laane i Udlandet samtidig forringedes i høj Grad. Følgen heraf maatte være, at ogsaa Importen til Danmark maatte gaa ned. Dette kunde ske paa flere Maader; men en betydelig Importformindskelse vil her i Danmark, uanset hvorledes den gennemføres, altid medføre en Beskyttelse af Industrien, fordi en saa stor Del af de importerede Varer er mere eller mindre industrielt bearbejdede. Man kunde f. Eks. have gennem-

ført Importbegrænsningen ved Hjælp af Told. Beskyttelsen vilde da være lige saa let at se som nu. Man kunde ogsaa have undladt at foretage sig noget til Begrænsning af Importen. Kronekursen var da faldet yderligere, hvilket ogsaa indebærer en Beskyttelse for Industrien (det vilde tillige have stimuleret Landbrugsproduktionen, hvis det ikke var blevet neutraliseret af Repressalier, bl. a. fra Englands Side). Nu valgte man altsaa Valutakontrollen; men det vil ses, at alle disse Metoder medfører en Beskyttelse af dansk Industri¹⁾. Det maatte jo ogsaa ventes, at naar der lægges Hindringer i Vejen for Landbrugets Udvikling, vilde der ske en Forskydning i Retning af andre Produktionsgrene og da navnlig Industrien. En lignende Bevægelse har kunnet spores i andre Landbrugslande i de senere Aar.

Det er altsaa for en væsentlig Del Foringelsen i Landbrugseksporten, der har fremtvunget den stigende Industriproduktion. En Reaktion er derfor sandsynlig, hvis Eksportindtægterne fra Landbruget paany kommer op paa et væsentlig højere Niveau. Udsigterne herfor synes dog ikke at være store. Den aftagende Befolkningstilvækst betyder, at Forbruget af de elementære Fødemidler vokser mindre stærkt end før, og samtidig har en betydelig teknisk Udvikling forøget Landbrugets Produktion pr. beskæftiget Person i væsentlig Grad. Konsekvensen heraf er, at den Del af Verdens Befolkning, der arbejder i Landbruget, maa gaa ned. Den internationale Landbrugskrise, som der er talt saa meget om i de sidste Aar, har bl. a. været Midlet til at fremtvinge denne Bortvandring fra Landbrugserhvervet.

Denne Bortvandring kan dog begrænses i de Lande, der importerer Landbrugsvarer. Gennem Beskyttelse kan de værne deres eget Landbrug mod den almindelige Nedgang, hvad de ogsaa — mere eller mindre udpræget — har forsøgt. Følgen er naturligvis,

¹⁾ Naturligvis kunde man have forsøgt at begrænse Importen alene ved Hjælp af Kreditindskrænkning, hvad der vilde have hemmet baade Industri og Landbrug. En saadan Deflationspolitik kunde dog næppe være gennemført her i Landet i et saadant Omfang, at de andre Muligheder (Fald i Kronekursen, Valutakontrol o. s. v.) kunde undgaas. I hvert Fald kunde man kun nøjes med Kreditindskrænkning alene, hvis denne kunde medføre en stærk Nedgang i Omkostningsniveauet; — men dette vilde i næste Instans muliggøre en større dansk Industriproduktion, medens Importen af Industrivarer vilde gaa ned. En gennemført Deflation vilde da antagelig i det lange Løb faa omtrent samme Virkning som de andre »Metoder«; men medens den stod paa, vilde Produktionen blive formindsket i alle Erhverv.

at Eksportlandene rammes saa meget desto haardere, og Landbrugets relative Tilbagegang maa derfor i disse Lande blive særlig stor. Som bekendt hører Danmark i udpræget Grad til denne Gruppe.

Man bør ikke lade sig vildlede af den øjeblikkelige, ret store Afsætning til Tyskland. I Virkeligheden er Eksportforøgelsen for en Del kun tilsyneladende. Vor Smørekseport til Tyskland er steget, medens Hollands er gaaet tilbage — med det Resultat, at Holland sælger mere Smør i England og vi mindre. Iøvrigt er Tysklandseksporten jo købt med store Indrømmelser fra dansk Side, og trods alt kan vi ikke regne med, at den store Afsætning paa dette Marked vil holde. Den Nedgang i Tysklands Kreaturbestand, som var en Følge af Tørken i 1933—34, er nu afløst af en ny Opgang, og man maa derfor regne med, at den store tyske Import af Svin og Slagtekvæg i 1936, til Dels var af ekstraordinær Karakter. Endelig maa det erindres, at det hovedsagelig har været Landbrugets *Byprodukter*, Tyskland har købt: Fedt og Slagteriaffald, ældre Svin og Slagtekvæg. Dette er udmærket; men Muligheden for en ny Ekspansion i Landbruget maa dog i første Række bero paa Markedet for *Hovedprodukterne*, Bacon, Smør og Æg. Det vil igen sige, at den beror paa *England*.

Hvad England angaar, nærer jeg ingen Tvivl om, at baade Landbrugsbeskyttelsen og Imperiepræferencen bliver fortsat. Det er ikke blot den politiske Interesse i at holde sammen paa Imperiet, der tilskynder England til at begunstige Importen fra Dominions. Det er ogsaa de vældige Beløb, England har til Gode, navnlig i Australien og New Zealand. Renter og Afdrag kan kun præsteres, hvis disse Landes Eksport opretholdes, og her er — især for New Zealands Vedkommende — det engelske Marked dominerende. Forbedringer i Køleteknikken og Transportmidlerne har samtidig bevirket, at stadig flere Landbrugsvarer kan taale den lange Transport fra de sydlige Rigslande til England. Sidst er man begyndt at sende Flæsk og Svinekød fra New Zealand, hvis Svinebestand er vokset stærkt.

— Heller ikke det engelske Marked betinger saaledes en ny Udvidelse af Landbruget. Det har været nødvendigt at sige saa meget om dette Erhverv, fordi man maa klare sig, om den Svækkelse af Landbrugets indtægtsgivende Evne, der har tvunget Danmark ind paa en fremskyndet Industrialisering, blot er af midlertidig Art. Konklusionen af det foregaaende maa blive, at det er den ikke. Følgelig maa man regne med, at Danmark virkelig

er i Færd med i væsentlig højere Grad end hidtil at blive et Industriland, medens Landbruget kommer til at indtage en relativt mere beskedne Plads end før.

Dette medfører en Række vigtige Konsekvenser. Her skal kun nævnes tre, som alle har Betydning for det foreliggende Emne:

1. Der maa ske en betydelig Overflytning af Arbejdskraft fra Landbrug til Industri. Dette er allerede sket. Det er en bekendt Sag, at Landbrugets Arbejdsstyrke er gaaet tilbage med et ikke ringe Antal. Samtidig er Industriens Arbejdertal forøget stærkt. Antallet af organiserede Arbejdere er siden 1930 steget med ca. en Trediedel, og det store Flertal af disse hører til Industrien og dermed beslægtede Erhverv. For selve Industrien ligger det officielle Beskæftigelsesindeks nu ca. en Trediedel højere end i 1931. I Forhold til 1930 er Stigningen vel lidt mindre (Indekset er begyndt med 1931); men til Gengæld er der nu flere ubeskæftigede Arbejdere end i 1930, og ogsaa disse maa betragtes som tilhørende den industrielle Samfundsgruppe. — Endnu tydeligere ser man maaske Forskydningen ved at betragte Folketællingerne. I Fem-aaret 1930—35 er Folketallet i Byerne og de større Byers Forstæder vokset med 180 000, medens Landbefolkningen er gaaet tilbage med 25 000. (Hvis man medregner Smaabyernes Forstæder og Stationsbyerne under Bybefolkningen, er Forskellen formentlig endnu større).

2. Denne »indre Folkevandring« kræver et stort Boligbyggeri. De Mennesker, der flytter fra Landet ind til Byerne, kan ikke tage deres Boliger med, og der opstaar derfor, saa længe disse Vandringer staar paa, et Behov for Byggeri udover det, der vilde svare til Befolkningstilvæksten. Heri maa man søge en væsentlig Del af Forklaringen paa den livlige Byggevirksomhed i de sidste Aar. Et af de Finansieringsproblemer, som Industriens Vækst har rejst, vedrører netop dette Byggeri, og der skal gøres nogle Bemærkninger om dette Spørgsmaal nedenfor.

3. Den tredje Konsekvens af den forsiggaaende Udvikling er, at selve de industrielle Anlæg maa udbygges i et Omfang, der svarer til den forøgede Produktion. Denne Virkning har — i Modsætning til de to foregaaende — ikke hidtil vist sig i nævneværdigt Omfang. Naturligvis er der opstaaet en Del nye Smaavirksomheder, og Udvidelser af de bestaaende finder vel ogsaa Sted nu og da; men Hovedindtrykket er, at man har været meget tilbageholdende. Den Forøgelse af Kapaciteterne, som man egentlig kunde vente, er

som Helhed blevet udsat indtil videre, fordi man har følt sig usikker overfor Fremtiden. Der er mange Vidnesbyrd om, at det virkelig er saaledes. I sit Radioforedrag den 13. Januar 1937 udtalte Direktør Hartz, at »overfor nye Fabrikationer har Industri-raadet og Myndighederne vist stor Forsigtighed. Man ønsker ikke Krigstiden om igen«. Den meget ringe Mængde Aktieemissioner i Aarene siden 1929 (bortset fra de allersidste Maaneder) tyder ogsaa paa, at Virksomhederne selv er forsigtige. I samme Retning peger Produktionsstatistikken. Denne er ganske vist en ufuldkommen Vejleder i disse Spørgsmaal; men den viser dog et Billede, som det er værd at have for Øje.

Man er jo nu gaaet over til at sondre mellem Forbrugsvarer og Produktionsmidler. Det maa ventes, at Produktionen af de sidste er særlig stor i en Ekspansionsperiode, fordi den ikke blot skal holde Trit med den almindelige Produktionsstigning. Den skal ogsaa levere de Udvidelser af selve Anlægene, som Ekspansionen kræver. Den Del af Kapitalgodeproduktionen (der jo nærmest skulde svare til Statistikkens »Produktionsmidler«), som repræsenterer Vedligeholdelse og Fornyelse af de bestaaende Anlæg og Forsyningen med Halvfabrikata, maa vel som Helhed vokse proportionalt med Forbrugsgodefremstillingen. Naar Færdigvareproduktionen stiger med 4 pCt. i et Aar, skal der paa det nærmeste bruges 4 pCt. mere af disse Produktionsmidler end før. Men den Del af Kapitalgoderne, der medgaar til Forøgelsen af Anlægene, maa vokse i Forhold til det Tempo, hvori den almindelige Produktion vokser. Stiger Industriproduktionen i et Femaar med 20 pCt. mod 10 pCt. i det foregaaende Femaar, maa den her nævnte Del af Kapitalgodeproduktionen normalt stige til det dobbelte af, hvad den var. I en Ekspansionsperiode maa man altsaa vente, at en Del af »Kapitalgodeproduktionen« vokser omtrent som Færdigvarefremstillingen, medens en anden Del vokser langt hurtigere.

I det foreliggende Tilfælde maatte man regne med, at Produktionsmiddelfremstillingen vilde springe stærkt i Vejret i en Periode som 1930—36; men den har tværtimod ligget lavt i disse Aar. Tager vi vort Udgangspunkt i Seksaarsperioden 1924—29 (der ogsaa spænder fra et konjunkturmæssigt Toppunkt til det næste), finder vi, at der her var et vist Forhold mellem Produktionen af Forbrugsvarer og af Produktionsmidler. Betragter man nu dette Forhold som en Art Normal, viser det sig, at i 1930—36 laa Produktionsmidlerne rundt regnet 10 pCt. under »Normalen«;

de laa ca. 10 pCt. lavere, end de skulde have gjort for at holde Trit med Forbrugsgoderne. Det maa endda erindres, at Produktionsmidlerne vilde have ligget endnu lavere, hvis det store Byggeri efter 1930 ikke havde været.

Ufuldkomne, som disse Tal er, viser de dog, at det i den sidste Industrikonjunktur — modsat, hvad der plejer at gælde — har været Forbrugsvarerne, der laa i Spidsen. Saa langt fra at forcere Anlægsvirksomheden har man tværtimod holdt den nede og tæret paa de bestaaende Fabrikker og Maskiner.

Det betyder atter, at denne Anlægsvirksomhed har vi til Gode. I Længden kan den ikke undgaas, navnlig ikke, naar Industrien varigt skal have en større Plads i vort Samfund. Indtil et vist Punkt kan man klare sig ved at udnytte de eksisterende Kapaciteter bedre og slide paa de gamle Maskiner; men en stor Del af disse Besparelser er kun midlertidige. Alt tyder da paa, at en betydelig industriel Anlægsvirksomhed vil præge de kommende Aar, og der er Tegn paa, at den allerede begynder at tage Fart, jfr. bl. a. den sidste Tids Emissioner¹). Denne Virksomhed skal finansieres, og der rejser sig her to Spørgsmaal, som skal behandles nærmere i det følgende: 1. Hvorledes kan det danske Samfund som Helhed i sin nuværende vanskelige Stilling præstere den Kapitaldannelse, som er nødvendig? 2. Hvorledes skal Finansieringen ordnes i det enkelte Tilfælde; er vort nuværende Finansieringssystem egnet til at løse de store Opgaver, der her er Tale om?

Det er let at se, at det første af de to Spørgsmaal hænger sammen med vort øjeblikkelige Valutaproblem. Vi har set, hvorledes et forceret Boligbyggeri har strammet Betalingsbalancen. Naturligvis vil en forøget Anlægsvirksomhed gøre det samme. Der kan være Grund til at paapege, at jo mindre et Land er, des større er denne Vanskelighed. En Forøgelse af Kapitalinvesteringen i Industrien vil, saa længe der er ledige Produktionsmidler, medføre en forøget Produktion og derved skabe større Indtægter og større Opsparing. Jeg skal iøvrigt ikke komme nærmere ind paa denne Sammenhæng mellem Investering og Opsparing; men det bør her fremhæves, at det er en Sammenhæng, der gaar ud over

¹) Kommer der nu en Konjunkturedgang, vil Anlægsvirksomheden vel atter i nogen Tid være beskedet; men til Gengæld vil i denne Tid ogsaa Indtægtsniveauet og dermed Opsparingen ligge lavt. Problemerne skydes da blot lidt længere ud i Fremtiden; men der er ikke Udsigt til, at det af denne Grund bliver lettere.

Landegrænserne. En Investeringsforøgelse i dansk Industri skaber ganske vist ny Produktion, nye Indtægter og ny Opsparing; men en Del heraf falder i andre Lande, fordi den nye Efterspørgsel fordeler sig paa danske og udenlandske Varer i et eller andet Forhold. I Almindelighed kan det vel siges, at jo mindre et Land er, des større er (alt andet lige) den Procentdel af den af Investeringen skabte Nyopsparing, der falder i Udlandet. I et Land som Danmark er det derfor sandsynligt, at en vis Investeringsforøgelse vil skabe en dansk Opsparingsforøgelse, der er betydelig mindre end den selv. Den kan derfor kun gennemføres, hvis der paa anden Maade fremkaldes en forøget Opsparing her i Landet, eller hvis der stiftes Gæld i Udlandet.

Dette skulde omtrent være Danmarks Situation i Øjeblikket. Jeg gaar i det følgende ud fra, at man paa Grund af Landets usikre Fremtidsudsigter ikke ønsker at forøge dets udenlandske Nettogæld. Opgaven bliver i saa Fald den, at fremtvinge en forøget Opsparing gennem dertil egnede Paavirkninger af Befolkningens Økonomi.

Dette kan formentlig lettest og hurtigst gøres ved Hjælp af Skatter, der lægges saadan, at de er særlig egnede til at begrænse det Forbrug, man anser for mindst nødvendigt. Som Eksempel kan nævnes en Afgift paa Valutaattester, der kunde gøres størst for de Varer, hvis Forbrug man især vil indskrænke. Den vilde sikkert for en meget stor Del blive baaret af Importørerne, som i mange Tilfælde har faaet monopolagtige Fortjenester, fordi de knappe Importationer har medført højere Priser. Det forekommer mig urimeligt, at en saadan tilfældig Gruppe af private Borgere faar en betydelig Ekstrafortjeneste som Følge af den af Staten gennemførte Importbegrænsning, og det maa være berettiget at lade Importørerne betale en Pris for de Valutaattester, der giver Adgang til disse Fortjenester. En Attestafgift vilde altsaa dels direkte begrænse Forbruget af de Varer, den omfatter, dels vilde den formindske Indtægten og dermed vel ogsaa Forbruget (ikke blot af importerede Varer) hos visse Importører.

Det er selvfølgelig en Forudsætning, at Udbyttet af de forbrugsbegrænsende Skatter ikke anvendes til en tilsvarende Forøgelse af Statsudgifterne. I en Tid, hvor man vil bremse Forbruget, maa den hensigtsmæssigste Finanspolitik være, at Statens Indtægter overstiger Udgifterne, saaledes at der netto fratages Befolkningen en vis Købeevne. Det modsatte kan saa gøres, naar man ønsker at stimulere Forbruget for at komme ud af en Depression.

En Forbrugsbegrænsning i Øjeblikket er saa meget mere paa-krævet, som det sidste Halvaars Begivenheder har medført en ikke helt ringe Nedgang i den Realindtægt, der vil være til det danske Samfunds Raadighed i det kommende Aar. Ikke alene var den danske Kornhøst daarlig (og den store Svinebestand kræver netop nu meget Korn); men samtidig er baade Korn og andre Raastoffer steget stærkt i Pris, uden at de danske Eksportvarer foreløbig kan ventes at ville undergaa en tilsvarende Stigning. Skal dette Indtægtsminus ikke simpelthen dækkes ved stor Gældsstiftelse i Udlandet, maa der enten ske en Nedgang i Forbruget eller en meget vidtgaaende Standsning af Investeringen.

Det vilde være meget uheldigt, hvis dette sidste blev Tilfældet. Jeg har søgt at vise, at vi nu har haft en Konjunkturopgang med meget ringe Investering (bortset fra Byggeriet). Konsekvensen maa være, at der i de nærmeste Aar bør være Plads for en vis industriel Anlægsvirksomhed, selv om Konjunkturerne nu skulde blive nedadgaaende. Hvis det er rigtigt, at det danske Samfund fremtidig skal hente en større Del af sin Indtægt fra Industrien, bør man ikke standse Vedligeholdelsen og Udbygningen af de faste Anlæg i dette Erhverv.

I denne Forbindelse skal endnu kun gøres en enkelt Bemærkning, der vedrører Fordelingen af den samlede Investering i Landet. I de sidste Aar er der investeret meget store Beløb i Trafikmidlerne, og der er som bekendt store Planer fremme om nye Udvidelser. Talen er om baade Baner, Automobilveje, indenlandske Dampskibsruter og Luftruter. Det offentlige har paa forskellig Maade megen Indflydelse paa alle disse Omraader og kan i vidt Omfang bestemme, hvilke af de fremkomne Planer der skal realiseres. Her forekommer det mig, at det nu er paa krævet at vise megen Tilbageholdenhed. En Betragtning af alle disse Planer vil hurtigt vise, at de hovedsagelig vedrører Persontrafikken. Formaålet er, at Personer skal kunne komme hurtigt og bekvemt fra den ene Landsdel til den anden. Dette kan være meget behageligt og maaske udmærket, naar det kan ske, uden at det gaar ud over mere vigtige Ting. Det vil det imidlertid gøre, hvis man ikke nu holder igen overfor Trafikplanerne.

Lad os nu antage, at Forbruget og den mindre vigtige Investering holdes saa vidt i Tømme, at der bliver Plads for en betydelig Kapitaltilførsel til Industrien. I saa Fald faar det danske Finansieringssystem betydelige Opgaver at løse, og der kan

være Grund til at spørge, om det kan løse dem tilfredsstillende, eller om det maaske trænger til Ændringer med de nye Problemer for Øje.

De vigtigste Finansinstrumenter i Danmark er Kreditforeningerne, Aktieselskaberne og Bankerne. I meget grove Træk kan man vel sige, at Kreditforeningen formidler den faste Kredit til Landbruget og Boligproduktionen, medens Aktieselskabet dækker det faste Kapitalbehov i Industri, Handel og den private Del af Trafikvæsenet. Bankerne endelig repræsenterer den mere variable, driftsmæssige Kapitaltilførsel til alle Erhverv, dog mindst til Landbruget, hvor denne Opgave til Dels løses af Sparekasserne¹).

Hvis Industrien nu kommer mere i Forgrunden, vil de nye Finansieringsopgaver især falde paa Aktieselskabet og Bankerne. Det første Spørgsmaal bliver da, hvorledes Arbejdsfordelingen mellem disse to Institutioner stiller sig. Paa dette Punkt er der i al Stilhed foregaaet en væsentlig Forskydning her i Landet i Aarene efter Krigen og vel især efter Vendepunktet i 1924—25. Bankerne har indtaget en forsigtig Holdning, hvad der vel er en naturlig Reaktion efter de foregaaende Aars Begivenheder. Obligationer og Kassebeholdning har udgjort en voksende Del af Bankernes Aktivmasse, direkte Laan og Kredit til Erhvervslivet følger en aftagende Del. Det kan vel siges, at Bankloven af 1930 har understøttet denne Bankernes Tendens til at være tilbageholdende.

Det maa altsaa antages, at Bankkredit har spillet en forholdsvis beskeden Rolle i Industriens Kapitalforsyning i de sidste 12—13 Aar. Hermed stemmer det Indtryk, man faar ved at betragte Balancerne i de industrielle Aktieselskaber. For de Selskaber, der indsender Regnskaber til Aktieselskabsregisteret, udgjorde Gælden i 1924 ialt 50,7 pCt. af Balancen, i 1934 kun 39,4 pCt. af Balancen. Man bygger saaledes nu paa Egenkapitalen i væsentlig højere Grad end før²).

Det er ikke gennem store Udvidelser af Aktiekapitalen, man er naaet frem til denne forøgede »Selvforsyning«. Tværtimod har den samlede Aktiekapital i industrielle Selskaber været svagt nedadgaaende, og selv om dette vel i nogen Grad skyldes Nedskrivning

¹) Disse indtager jo i flere Henseender en Mellemstilling mellem Bankerne og Kreditforeningerne.

²) Saavel i 1934 som i 1924 havde Industrien ca. to Aars Konjunktur-
opgang bag sig.

ger, er det dog bemærkelsesværdigt, at der i en saa lang Periode er Stagnation baade i Bankkrediten og i Aktiekapitalerne.

I Virkeligheden maa en betydelig Del af Investeringen i disse Aar være blevet finansieret af de aarlige Overskud. Regnskaberne viser da ogsaa, at der har fundet ret store Henlæggelser Sted. I 1924 udgjorde Reserverne i de før omtalte industrielle Selskaber ialt 29,1 pCt. af Aktiekapitalen. I 1934 var de steget til 46,8 pCt.

Denne Selvfinansiering gennem de aarlige Overskud har kunnet ske, fordi Investeringen i Perioden har været saa beskedent. Overfor de opsamlede Investeringsbehov, der nu findes, slaar Metoden ikke til. Det maa, da Bankerne sikkert fremdeles vil vise Forsigtighed, paany blive Aktiekapitalen, der kommer i Forgrunden. Man maa appellere direkte til Publikum gennem Emissioner. I de sidste Maaneder har der da ogsaa været en livlig Emissionsvirksomhed og mere kan sikkert ventes. Overhovedet maa Industriens Ekspansion gøre det sandsynligt, at Aktien fremtidig kommer til at indtage en større Plads i vort Finansieringssystem, medens Kreditforeningsobligationen vel faar en relativt lidt mindre Plads. Der kan blive Brug for at appellere til videre Kredse af Befolkningen, end det tidligere er sket (bortset fra Krigsaarene).

Men Aktien i sin nuværende Form egner sig ikke for Menigmand. En stor og voksende Del af Befolkningen bestaar nu af Mennesker, der har lønnet Arbejde, og som raader over begrænsede Midler, der kan være arvede eller opsparede. Disse Folk kan daarlig taale at miste en væsentlig Del af deres Penge, og de kan ikke bedømme den Risiko, de løber ved at købe Aktier. Der er naturligvis Aktieselskaber, som er af en saadan Karakter, at Risikoen kan antages at være meget ringe; men kan Menigmand bedømme, hvilke Selskaber, der kan henføres til denne Gruppe? Næppe.

Den Popularisering af Aktiesystemet gennem Udstedelse af ganske smaa Aktier, som man undertiden ser anbefalet, maa derfor i Almindelighed anses for uheldig. Skal der være nogen Mening i dette System, maa det jo tilraades Spareren med de 1000 Kr. at købe 25 Kroners Aktier i et større Antal Selskaber. Det vil give ham en Mængde Spekulationer, uden at han dog er i Stand til at danne sig et begrundet Skøn over Værdien af de Papirer, han køber. Dyrt og besværligt er det ogsaa.

Problemet bestaar i Risikoen, der ikke kan bedømmes af den almindelige Gennemsnitsborger. Der er nu en Bevægelse fremme

for at faa Aktieselskaberne til at aflægge fyldigere Regnskaber og Beretninger¹⁾). Dette er udmærket. I Virkeligheden maa det for-
bavse, at det hidtil har været saa forholdsvis let at faa Kapital
til Selskaber, der giver ganske ufyldstgørende Oplysninger om
deres Stilling. Det viser, hvor ukritisk Publikum er.

Man bør dog ikke gøre sig Illusioner om, at fyldigere Oplysnin-
ger vil sætte Menigmand i Stand til at bedømme Aktier. Dertil
kræves, at man kan bedømme Fremtidsudsigterne for den paa-
gældende Industri, Mulighederne for forstærket Konkurrence og
meget andet. Dette kan være svært nok for de mest sagkyndige;
for den ukyndige er det ikke muligt. Undertiden vil detaillerede
Regnskaber og fyldige Beretninger vel blot faa den almindelige
Aktiekøber til at tro, at han nu er klar over Stillingen.

Til at bedømme en industriel Risiko kræves nemlig ikke blot
Oplysninger. Der kræves ogsaa personlige Betingelser, for at man
kan forstaa Oplysningerne. Nogle Aktionærer har disse Betin-
gelser; andre har dem ikke, og denne Forskel i Aktionærernes
Forudsætninger er, saa vidt jeg kan se, det nuværende Aktie-
systems svage Punkt. Den skal derfor omtales lidt nærmere.

I ethvert større Selskab vil der være en Kreds af Personer, der
staar i ret nøje Tilknytning til Virksomheden, og som Regel ejer
disse Mennesker en betydelig Del af Aktiekapitalen. Vi kan kalde
dem for *Inderkredsen*. Hvis det er et Familienselskab — og
det er jo mange Selskaber fra Begyndelsen —, vil en Række af
Familiens Medlemmer høre til Kredsen. Hertil kommer efter-
haanden andre, Direktører, Bestyrelsesmedlemmer og maaske
Virksomhedens Bank og dens Direktører. Disse Folk har saa nøje
Kendskab til Foretagendet, som man overhovedet kan have. En
Del af dem har tilmed deres Livsgerning i Virksomheden, og til-
sammen sidder de ofte inde med Aktiemajoriteten, saaledes at de
kan bestemme over Ledelsen i stort og smaat. At en saadan Kreds
bærer Risiko gennem sine Aktier, er der intet at sige til. Ja, man
kan endogsaa tilføje, at Aktieselskabsformen for en Del af disse
Mennesker betyder en formindsket Risiko; thi de maatte jo drive
Foretagendet som ansvarligt Firma, hvis man ikke havde Aktie-
systemet. Iøvrigt vil Inderkredsen jo ofte bestaa af formuende
Folk, der kan bære en betydelig Risiko.

Anderledes stiller det sig for de *menige Aktionærer*, der

¹⁾ Jfr. f. Eks. Overregistrator H. B. Krenchels Pjece: »Aktionærerne og
Bestyrelsen«, der er udkommet efter Afholdelsen af det her gengivne Fore-
drag.

har anbragt større eller mindre Beløb i Selskabets Aktier. De ser ikke Virksomheden indefra, kan heller ikke ofre den al deres Omtanke og Opmærksomhed, og har som Regel ingen Indflydelse paa Ledelsen. Deres Evne til at bære Tab er vel ogsaa gennemgaaende mindre.

Denne Spaltning i Aktionærkredsen behøver ikke at være forkastelig. En Gruppe af Personer, der personligt og økonomisk er nogenlunde solidariske med Virksomheden, kan give Ledelsen en Kontinuitet og muliggøre en Planlægning udover Øjeblikket, som man ikke vilde faa, hvis tilfældige Flertal af ukyndige Aktionærer skulde afgøre alt. Vanskeligheden og det betænkelige ved Systemet ligger i de menige Aktionærers Stilling. De er jo ret prisgivet og har hverken Magt eller Indsigt nok til at varetage deres egne Interesser effektivt.

Under Krigen blev nye Kredse i vidt Omfang inddraget i de menige Aktionærers Klasse. De afskrækkende Erfaringer, man gjorde efter Krigen, opfordrer til at tage Problemet op nu, da der atter kan blive Tale om en Indtrængen af Aktien i videre Kredse af Befolkningen. Der er saa meget mere Grund dertil, som de nu saa udbredte Koncerndannelse har skabt en Tendens til, at der bliver flere menige Aktionærer samtidig med, at disse Magt formindskes.

I et almindeligt Selskab skal Inderkredsen dog eje over Halvdelen af Aktierne for at kunne raade helt. I en Koncern kan den nøjes med mindre.

Et Eksempel vil vise Tendensen: Et Selskab har en Aktiekapital paa 10 Mill. Kr., hvoraf Inderkredsen ejer de 6 Millioner og menige Aktionærer de 4. Selskabet driver en Fabrik, der har kostet 4 Mill. Kr. For de resterende 6 Millioner købes Aktiemajoriteten i et andet Selskab. Dette har ogsaa en Kapital paa 10 Mill. Kr., hvoraf Selskab Nr. 1 ejer de 6, og en ny Kreds af menige Aktionærer ejer de 4. Ogsaa Selskab Nr. 2 har en Fabrik til 4 Millioner og ejer Aktier til Beløb 6 Millioner Kr. i et tredje Selskab, der ligeledes har en Kreds af menige Aktionærer med 4 Millioner Kr. Rækken kan forlænges yderligere; men det er unødvendigt. Lad Selskab Nr. 3 eje en Fabrik til 10 Mill. Kr. Borteliminerer man nu den indbyrdes Aktiebesiddelse paa baade Aktiv- og Passivside, faar vi i den samlede Koncern følgende reelle Status:

Aktiver:

Fabrik Nr. 1.....	4 Mill. Kr.
" " 2.....	4 " "
" " 3.....	10 " "
	<hr/>
	18 Mill. Kr.

Passiver:			
Aktier tilhørende:			
Inderkredsen	i Selskab Nr. 1.....	6 Mill. Kr.	
Menige Aktionærer	» » » 1.....	4 » »	
»	» » » 2.....	4 » »	
»	» » » 3.....	4 » »	
			18 Mill. Kr.

De tre fra hinanden afsondrede Kredse af menige Aktionærer har tilsammen dobbelt saa stor Kapital som Inderkredsen. Alligevel har denne ene Kreds Magten i alle tre Selskaber. Saa rent er Forholdet jo ikke altid; men af Tilnærmelser er der mange.

Forholdene kunde blive mere tilfredsstillende, hvis man gik den Vej, som i et vist Omfang er fulgt i England og Amerika. Der er her dannet særlige Investeringsselskaber (Investment Trusts), der anbringer deres Kapital i Aktier, men spredt over et stort Antal Selskaber, f. Eks. 100. Den, der køber Aktier i Investeringsselskabet, er altsaa indirekte Aktionær i alle de (f. Eks. 100) Selskaber, hvori der er købt Aktier, og det Udbytte, han faar, bliver et Gennemsnit af de 100 Selskabers Udbytter (minus en Administrationsudgift, der dog kan være meget beskedent).

Derved opnaar man to Fordele. For det første spredes Risikoen, hvad der ikke behøver nærmere Paavisning. Aktionærerne i Investeringsselskabet er ikke afhængige af Stillingen i et enkelt, tilfældigt Foretagende. For det andet bliver den vanskelige Funktion, som det er at bedømme og købe Aktier, overdraget til Folk, der har gjort sig dette Arbejde til Speciale. Naturligvis bør Investeringsselskabet ledes af Personer, som baade i Kraft af deres Evner og deres Uddannelse er særlig egnede til at være Publikums Tillidsmænd ved Vurderingen af industrielle Risici.

Ogsaa indirekte kunde et saadant Mellemed faa en vis Betydning. Investeringsselskabet vil foretrække Aktier i Foretagender, der giver rimelige Oplysninger, og det kan overhovedet virke stimulerende, at Aktieselskaberne stadig følges med kritiske Øjne af Institutioner, der ikke er uden Betydning som Faktorer paa Aktiemarkedet. Skulde Bevægelsen faa et større Omfang, vil den formentlig ogsaa virke stabiliserende paa Markedet, idet et Selskab, der skal sprede sine Midler over mange Aktier, ikke vil være et Bytte for Stemninger i samme Grad som den individuelle Aktiekøber.

Formen for saadanne Selskaber kan være noget forskellig, og der er en gradvis Overgang fra det rene Investeringsselskab, der

har til Formaal at begrænse og sprede Kapitalejernes Risiko, til de egentlige Finansieringsselskaber, der ogsaa køber Aktier, men fortrinsvis i en bestemt Gruppe af Selskaber, og hvis Formaal er at fremskaffe Kapital til en saadan Koncern. Her er Fare for et Misbrug, idet man lokker Aktionærer til, som venter at faa en betryggende Sikkerhed, medens de i Virkeligheden faar deres Penge anbragt i en bestemt Koncern og bliver økonomisk afhængige af denne.

Et rent Investeringselskab bør derfor vedtægtsmæssigt være forpligtet til at sprede sin Risiko paa mange Selskaber, helst i forskellige Brancher. Der kan f. Eks. sættes Grænser for, hvor meget, der maa anbringes i et enkelt Selskabs Aktier, og det kan bestemmes, at hele Kapitalen eller dog en stor, vedtægtsbestemt, Andel af den skal anbringes i børsnoterede Papirer, hvad der her i Landet vilde begrænse Udvalget, men til Gengæld fremkalde en Spredning over alle de vigtigere Brancher. Der kunde ogsaa være Tale om at anbringe en vis Del af Kapitalen i Obligationer, hvorved en yderligere Udjævning og Stabilisering vilde finde Sted. Det er en Selvfølge, at en fuldstændig Opgørelse over Fondsbeholdningen bør offentliggøres sammen med Regnskabet.

Det skal endnu tilføjes, at Menigmand ikke altid vil kunne afgøre, om et Investeringselskab fuldtud arbejder efter saadanne Linier, eller det ogsaa forfølger uvedkommende Formaal. Hvis Selskaber af denne Art opstaar i Danmark (foreløbig har vi ingen, der arbejder efter de her nævnte Principper), vil en Lovgivning og et Statstilsyn derfor være rimelige, ligesom man har det for Banker og Sparekasser.

Det Boligbyggeri, der følger med de industrielle Samfundsklassers Vækst, er tidligere nævnt. Det stiller ikke egentlig nye Finansieringsopgaver i samme Grad som selve Anlægsvirksomheden. Paa eet Punkt er dog vor nuværende Boligkredit mindre tilfredsstillende. Der er jo en udbredt Trang til at bygge Enfamiliehuse, ogsaa i Middelklassen og til Dels blandt Arbejderne. Det er imidlertid ofte vanskeligt at faa de Smaahuse, der her er Tale om, finansieret paa rimelige Vilkaar, for den Dels Vedkommende, der ligger over Førsteprioritetsgrænsen. Sikkerheden er ikke altid let at bedømme, og Smaalaan giver forholdsvis meget Arbejde, hvorfor de ikke interesserer de større Kreditinstitutter. Ogsaa her vilde det være rimeligt at oprette Institutioner, der tager den paagældende Opgave op som Speciale og som derfor

faar den Erfaring, den Indstilling og det administrative Apparat, som netop gør dem egnede dertil. Saadanne Institutioner findes nu i mange Lande. Forbilledet er de engelske »Building Societies«, en Art Sparekasser, der har som Speciale at give Laan i Enfamiliehuse. Laanegrænsen er ret høj, oftest ca. 75 pCt., og Laanet udbetales naturligtvis uden Kurstab. Til Gengæld er Afdrags-tiden kort, og der betales maanedlige Ydelser, hvorved man sikrer sig, at Renter og Afdrag indgaar i Laantagerens faste Budget. Den Del af Købe(Bygge-)summen, der overstiger Laanet, kan man evt. opspare ved regelmæssige Indbetalinger i Institutets Indlaansafdeling.

Herhjemme vilde det rimeligste være, at Opgaven toges op af Sparekasserne ved Oprettelse af særlige Byggespareafdelinger¹⁾. Efterhaanden som Størstedelen af Befolkningen samles i Byerne, bliver det af større Betydning, at de Byboere, der ønsker det, kan faa eget Hus med Have, og Opgaven ligger naturligt for Sparekasserne, der som Regel raader over den Art af Indsigt, som her er ønskelig. Det kan vel tilføjes, at de nu saa stærkt voksende industrielle Samfundsklasser, Arbejdere og Funktionærer, hidtil næppe har været i særlig Føling med Sparekasserne. En Opsparing i disse Klasser vil meget ofte have Opnaaelsen af eget Hus til Formaal, og her synes derfor at foreligge en Opgave, som Sparekasserne med godt Resultat vil kunne sætte i System.

De to Udbygninger af vort Finansieringssystem, der her er fremholdt som ønskelige, hænger begge sammen med den industrielle Ekspansion. De vedrører Finansieringen henholdsvis af selve Fabriksanlægene og af Boligerne til den voksende Industribefolkning. De har begge Forbilleder i Udlandet, navnlig i England, der jo i saa lang Tid har været et fuldt udviklet Industriland; men naturligvis skulde man ved Overførelsen til Danmark tage Hensyn til de særlige Forhold her i Landet.

Vort nuværende Finansieringssystem er opstaaet paa den Maade, at Opgaver, der oprindeligt løstes direkte af Enkeltmand, efterhaanden er overgaaet til Institutter, der har dem til Speciale. I Begyndelsen af det nittende Aarhundrede var det ikke ualmindeligt, at større Handelshuse diskonterede mindre Købmænds Veksler, ligesom man saa Privatpersoner sætte Prioriteter i andre Personers Ejendomme eller anbringe Kapital i et Handels-

¹⁾ En enkelt Sparekasse har for nylig oprettet en saadan Afdeling.

hus som »sleeping partner«. Nu er disse Opgaver overgaaet til Banker, Kreditforeninger og Aktieselskaber, og paa samme Maade er det gaaet med andre Funktioner, efterhaanden som det Omfang, hvori de udøvedes, blev tilstrækkelig stort. Den mindre Aktiekøber, der paa egen Haand famler sig frem for at finde de Papirer, der egner sig for ham, og Manden, der søger efter Prioriteter til det Hus, han gerne vil bygge sig, er Eksempler paa Opgaver, der endnu søges løst direkte af Enkeltmand. Med Industriens Vækst tiltager begge disse Opgaver i Omfang og Betydning. Tiden er derfor inde til, at ogsaa de overgaar til særlige Institutioner, der kan løse dem effektivt.
