

Финансирование германской промышленности после войны¹

Довоенное хозяйство Германии опиралось, в основном, на следующие денежные и кредитные источники: вексельный оборот, исчислявшийся по сумме годового вексельного сбора в размере около 30 млрд. марок, капиталы сберегательных касс, определявшиеся в сумме около 65 млрд. марок, на которых, преимущественно, основывался ипотечный кредит, исчислявшийся в размере до 30 млрд. марок, затем кредиты из капиталов акционерных банков в сумме не менее 5 млрд. марок и, наконец, в различных формах инвестированные в народное хозяйство частные сбережения или капиталы, преимущественно помещенные в ценных бумагах; сумма акций, находившихся во владении частных лиц, определялась не менее чем в 15 млрд. марок при ежегодных новых вложениях в размере до 0,5 млрд. марок.² Из тех же источников питалась средстами и промышленность. Мировая война резко изменила положение. Вексельный оборот быстро сократился и свелся к относительно ничтожным цифрам, внешний товарооборот, составлявший значительную долю торгового оборота страны, прекратился, внутренний товарный оборот был незначителен, поскольку государство сосредоточило большую его часть в своих руках, приняв на себя непосредственно или в форме контроля распоряжение основной товарной массой; средства сберегательных касс и банков были направлены полностью на покупку государственных займов и, следовательно, на финансирование потребностей государственной казны; частные сбережения частью были тоже обращены на приобретение государственных займов, частью помещались в твердые ценности или уплывали за границу, в нейтральные страны, где опасность потери или обесценения их была меньше. Рынок капиталов в первые три военных года был чрезвычайно мало емок в отношении промышленных, да и всяких других, впрочем, ценных бумаг. Статистика эмиссии акций на эти годы ясно выявляет картину резкой депрессии на рынке капиталов. Так, среднегодовая эмиссия акций в 1911 г. составляла 619,5 млн. марок, в 1912 г. — 857,4 млн. марок, в 1915 г. — 186,2 млн. марок, а в 1916 г. — 260,7 млн. марок.³

Лишь с 1917 г. начинается под'ем, который объясняется обесценением валюты, но это был лишь номинальный рост. В реальных цифрах

¹ Настоящая статья представляет собой, в несколько переработанном и сокращенном виде, главу из написанной по поручению Института фин.-экономических исследований работы о „Финансировании германской промышленности“.

² Н. Lüttke, „Kapitalbeschaffung der Unternehmungen“. В. 1925, S. 27.

³ R. Passow, „Die Aktiengesellschaft“. Jena, 1922, S. 183.

эмиссия акций в этот период обнаруживает неуклонное падение. В военные годы финансирование германской промышленности шло, преимущественно, за счет государства; государство путем внутренних займов собирало накопления отдельных лиц и разных отраслей хозяйства и передавало их промышленности в обмен на получаемые от нее военные припасы и товары. Блестящая организация германской промышленности позволила ей быстро перестроиться на обслуживание военных потребностей государства, и объем ее работы, в общем, не сократился за годы войны. Поразительная изобретательность в области замены недостающих видов сырья, ввоз которых в Германию в результате блокады прекратился, другими, до сих пор неизвестными или неприменявшимися продуктами, исключительная высота немецкой техники и науки позволили Германии в значительной степени ослабить разрушительное влияние войны на ее народное хозяйство. Тем не менее, война не могла, конечно, не нанести серьезнейшего ущерба экономике страны, в условиях, в частности, того исключительного напряжения всех интеллектуальных и хозяйственных сил страны, какое приходилось делать Германии, для того чтобы в течение четырех лет противостоять, будучи фактически изолированной от всего мира, во много раз сильнейшему противнику. Ряд моментов с несомненной очевидностью свидетельствует о понижении тонуса жизни германского народного хозяйства в эпоху мировой войны. Добыча угля и выплавка чугуна и стали, эти два основных показателя уровня хозяйственной жизни индустриальной страны, это особенно подтверждают. Так, в 1915 г. добыча угля снизилась до 79% против 1913 г., выплавка чугуна — до 60%, а выплавка стали — до 70% от выплавки 1913 г.

Сумма реальных ценностей, производимых германской промышленностью, несомненно была меньше довоенной. На ряду с этим, гигантскими шагами, в невиданном до того темпе росло накопление капиталов в промышленности, в особенности в отраслях, работавших на армию. Военные прибыли промышленности росли и достигали гомерических размеров. Тысячи предприятий, работавших по заданиям военного ведомства, приносили дивиденды в 30, 50 и до 100 процентов. Эти невероятные прибыли оплачивало государство. Все было поставлено на карту, чтобы обеспечить снабжение армии. „Деньги не играли никакой роли“ (Людендорф). Сбережения населения были быстро выкачаны уже в первые годы войны, и чтобы удовлетворять все растущие аппетиты промышленников, должен был работать печатный станок, и он это делал.¹ Количество бумажных денег за время войны возросло почти в девять раз (с 2.550 млн. марок в 1913 г. до 21.818 млн. марок в 1918 г.). Еще значительно возрос имперский долг, составивший к концу 1918 г. свыше 100 млрд. марок. Промышленность, как таковая, к концу войны не могла говорить о потерях. Она была, пожалуй, — во всяком случае значительная часть ее, удачно использовавшая военную конъюнктуру, — в некотором выигрыше. Но народное хозяйство в результате неимоверного напряжения, которое оно испытывало в течение четырех лет войны, в результате использования всех живых производительных сил страны на нужды войны, на бессмысленное, хозяйственно непроизводительное уничтожение и истребление, быстро ницало. С окончанием войны это обнищание страны, до того скрытое,

стало явным и, усугубленное огромными, непосильными тяготами, возложенными на германское хозяйство Версальским договором и отторжением от Германии ряда угольных и железоделательных районов, начало идти быстрыми шагами вперед. Не решаясь путем налоговых мероприятий, путем экспроприации высоких военных доходов привлечь к несению репарационных и прочих финансовых тягот состоятельные классы населения, правительство предпочитало затыкать бюджетные дыры эмиссией. Печатный станок стал, по существу, единственным способом покрытия потребностей государства в средствах. Эмиссия росла в чудовищных размерах. Уже к марту 1920 г. общая сумма выпущенных в обращение денег составляла 44.679 млн. марок и золотое обеспечение марки снизилось до 2,5%. К началу 1923 г. сумма бумажных денег достигла астрономической цифры в 2.253.000 млн. марок, с золотым обеспечением в 0,00005%. Соответственно этому катастрофически падал курс марки. Если до войны доллар стоил 4,19 марок, то к концу 1918 г. он стоит 8,17 марок, к концу 1920 г. 73 марки и к концу 1922 г. 7589 марок. Это в отношении международного курса марки; не менее, если не более катастрофически падала ценность марки и внутри страны. Общий товарный индекс (по 98 товарам) составлял в Германии на конец 1922 г. 1674 (в середине 1914 г. = 1) и в середине 1923 г. 39.898.¹

Этот чудовищный рост количества денежных знаков в обороте, сопровождавшийся катастрофическим обесценением марки, эта не имеющая прецедентов в истории денежного обращения новейшей времени инфляция, характеризующая хозяйственную жизнь Германии первых пяти послевоенных лет, не могла, конечно, не отразиться самым резким образом на состоянии капиталов германской промышленности. Перманентное увеличение денежных средств в обороте с неизбежностью требовало соответственного роста капиталов промышленных предприятий. И они росли за счет эмиссии новых акций, и притом росли в чудовищных суммах. Но это был, по существу, лишь фиктивный рост. Инфляция, как и всюду и во всем, маскировала здесь действительное положение вещей.

Обесценение денег при постоянной тенденции их к дальнейшему падению упраздняет, по существу, твердое, привычное мерило ценностей; цифры перестают выражать действительные, реальные величины, превращаются в фикцию, ничего не говорящую о действительных отношениях между хозяйственными ценностями, о реальном положении хозяйства. Колоссальный номинальный рост капиталов промышленных предприятий в первые инфляционные годы резко отставал все же от падения реальной ценности марки. Характерные факты, иллюстрирующие это положение, приводит Fr. Eilenburg,² — до войны капитал акционерных предприятий составлял 17,4 млрд. марок, к середине 1922 г. он возрос до 74,9 млрд. марок, т.-е. в 4,3 раза; за тот же период индекс оптовых цен увеличился в 100 раз. Точно так же курсовая стоимость имущества акционерных предприятий, исчислявшаяся перед войной в 31 млрд. марок, к середине 1922 года составляла 672 млрд. марок (в 22 раза больше); реальная же его ценность, в переводе на золото по оптовому индексу, составила лишь 6,7 млрд. марок, т.-е. почти в пять раз менее, чем до войны.

¹ „Frankfurter Zeitung“, от 2/IX 1923 г.

² „Weltwirtschaftliches Archiv“, Juli 1923.

¹ G. Winpewieser, „Die Aufwertung der Industrie Obligationen“, S. 8.

Рост акционерных капиталов промышленных предприятий, достигших к концу инфляционного периода чудовищных цифр, шел по преимуществу не столько за счет увеличения капиталов ранее существовавшими предприятиями, капитала которых в своем росте, как мы видели выше, значительно отставали от реального обесценения марки, сколько за счет появления огромного числа новых обществ. Инфляция, уничтожив понятие нормальной коммерческой прибыли, сделала руководящим началом хозяйственной жизни спекуляцию, ажиотаж. Быстрый рост цен, постоянные их колебания открывали путь к легкой и быстрой наживе. В то же время, по мере того, как ясно обнаружилась непрерывная тенденция денег к обесценению, началось повальное „бегство от денег“. Всякий стремился скорее обменять тающие в его руках денежные знаки на более твердые ценности. На этой стадии инфляции начинается всеобщая погоня за реальными, вещными ценностями (Flucht in die Sachwerte, по выражению немецких экономистов), и именно эта „погоня“ характеризует хозяйственную обстановку Германии в последние инфляционные годы—1922 и 1923. На руках у каждого имелись в избытке денежные знаки, и все стремились обратить их в реальные ценности или в то, что их, якобы, воплощает. Таким воплощением реальной, вещной ценности является акция, представляющая собой обезличенное право на известную часть реального капитала предприятия, и последние инфляционные годы в Германии характеризуются огромным спросом со стороны широкой публики на промышленные и иные дивидендные бумаги (акции), колоссальным ростом биржевых оборотов. Биржа перестала быть делом избранных, немногих капиталистов, как до войны. Она демократизировалась до последней степени,—ее клиентами стали все, вся мелкая и средняя буржуазия, чиновничество, бюргерство, ремесленники. Этому огромному спросу на акции корреспондировало появление колоссального числа новых обществ и эмиссия акций, достигшая чудовищных сумм: к концу 1923 г. капиталы акционерных обществ возросли до 31 триллиона марок, при чем значительнейшую часть этой суммы составили новые акционерные общества;¹ общее число акционерных обществ возросло с 4798 в 1913 г. до 16.362 в 1923 г., т.-е. почти утвердилось. Частью это были единичные ранее предприятия, предпочитавшие перейти на акционерную форму; на этот путь их толкала, помимо общей тенденции капиталистического хозяйства к „объективации“ капитала, характеризующей современную фазу развития капитализма в передовых странах Европы и Америки, острый недостаток в оборотных средствах, характерный для инфляционных лет, восполнить который можно было лишь путем обращения к широкому рынку капиталов, требовавшему взамен участия в капитале предприятий. В значительной части это были, однако, общества „с наименованием, но без средств“ (mit Titel und ohne Mittel),² без реального капитала и прав на существование, основанных на участии их в хозяйственном обороте страны, предприятия, вызванные к жизни господствовавшим в стране спекулятивным духом и ловко использовавшие благоприятную обстановку для сбыта своих акций. Предприятия этого рода

¹ А. Агон, „Die Kapitalveränderungen deutscher Aktiengesellschaften nach dem Kriege“. В. 1927, S. 17.

² А. Агон, *Op. cit.*, S. 18.

были недолговечны и, пышно расцветши под солнцем инфляции, столь же быстро увяли при первых же дефляционных заморозках.

„Погоня за реальными ценностями“, характерная для последних лет инфляционного периода, получила свое отражение и внутри самой промышленности, но уже в совершенно ином порядке. Прежде всего, инфляция принесла промышленности огромные прибыли; как и всегда, от повышения цен более всего выиграли владельцы реальных хозяйственных благ, производители: получая высокие цены на товары, они имели дешевый труд. Заработная плата в своем росте значительно отставала от роста цен: средняя зарплата рабочего возросла в 1920 г. по сравнению с 1913 г. в 5 раз, стоимость же жизни возросла более чем в 16 раз. Цены на сырье (внутреннее) также заметно отставали от цен на готовые изделия. Дешевый труд и низкая валюта позволяли германским промышленникам выбрасывать на заграничный рынок значительные массы дешевых товаров, и одно время, в период инфляции, Германия вновь стала было серьезным конкурентом главнейших промышленных стран на мировом рынке—низкая валюта давала промышленникам как бы экспортную премию. В результате, прибыли промышленников выражались в огромных суммах. Кредитная политика Рейхсбанка, предоставлявшего промышленности кредиты в бумажных марках, с погашением в тех же марках, но успевших уже за срок кредита значительно обесцениться, еще более увеличила прибыли промышленности. С другой стороны, широкая публика, стремившаяся поместить свои обесценивающиеся средства в твердые ценные бумаги, акции, создала необычно емкий рынок для последних. Многие предприятия воспользовались этим, чтобы путем эмиссии новых акций самых различных типов увеличить свои капиталы. Все эти средства как полученные путем увеличения капиталов, так и путем собственного накопления, в результате высоких прибылей, промышленность немедленно обращала в реальные ценности (здания, машины, новые предприятия), на расширение своего основного капитала. Стремясь этим путем, с одной стороны, спастись от обесценения денег, с другой—расширить свою производственную базу, приобретая за бесценок, на бумажные, падающие деньги, реальные ценности, промышленность мало думала о том, будет ли она в состоянии сейчас или в ближайшем будущем производительно использовать этот огромный реальный капитал.¹ При наличии огромного основного капитала германская промышленность почти не имела к концу инфляционного периода оборотных средств. Между тем, реальное обеднение страны все шло вперед, и при астрономической цифре бумажных денежных знаков, оборот капитала в золоте исчислялся все в меньших суммах. Несмотря на избыток денег, в стране ощущался все больший недостаток капитала,² и это явление, характерное для конца инфляционного периода, определяло собой ряд чрезвычайно болезненных моментов в жизни промышленности и в ее финансировании в последующие годы, в начале дефляции, при переходе страны к твердой валюте.

¹ G. Schacher, „Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften“, В., 1926, S. 12.

² H. Dietzel, „Konjunkturbewegungen im deutschen Kreditbankgewerbe“, St. 1926, S. 12.

Стабилизация валюты привела германское хозяйство вначале в состояние некоторого неустойчивого равновесия экономических сил. Формальный избыток денежных средств сменился, в результате ряда дефляционных мероприятий, острым недостатком в таковых, товарооборот резко сжался, сбыт товаров был затруднен. Одновременно с рядом оздоровительных процессов выявились многие чрезвычайно болезненные явления, гнездившиеся корнями в условиях военного и инфляционного хозяйства. Промышленность, в период инфляции все свои средства направившая в твердые вложения, стала в условиях затруднительного сбыта испытывать острую нужду в притоке новых капиталов. Она обладала огромным основным капиталом, но не имела необходимых оборотных средств. Здания, строения, машины были в избытке, но не было денег, чтобы пустить их в действие, чтобы платить заработную плату, короче говоря, чтобы производительно использовать этот огромный основной капитал.¹ Производственных средств было много, больше чем до войны, но отсутствовали в достаточном количестве необходимые денежные средства для того, чтобы пустить эту колоссальную производственную машину в ход, чтобы ее поддерживать и производительно использовать. Дело было не столько в недостатке капитала в стране вообще (Kapitalmangel), хотя и многие германские экономисты склонны были объяснять кризис 1924/25 г. именно этим обстоятельством, сколько в том, что за период инфляции произошло перераспределение капитала: из рук рантье со свободного рынка он перешел в руки промышленников и там был в значительной части иммобилизован, превращен в твердые ценности.

Огромная нужда в капитале, характерная для первых лет дефляции, явилась, таким образом неизбежным следствием „иммобилизационной“ (по выражению Schacher'a)² политики промышленности в инфляционные годы. Основной капитал, избыточно и искусственно в известной части раздутый в инфляционные годы, в этой своей части омертвел, не мог быть производительно использован, и для своего оживления требовал новых значительных капиталов, которых в германском народном хозяйстве не было. Для того чтобы быстро стать на ноги, промышленность должна была бы сделать свои балансы ликвидными, избавиться от нерентабельной или не могущей быть рентабельно использованной части основного капитала, получить необходимые кредиты и пр. На деле это, однако, было далеко не так просто. К обидю основного капитала, и отчасти, как следствие его избыточности, прибавились явления и иного порядка, лежащие в сфере обмена.

В период инфляции, при обилии денежных знаков, хозяйственная машина вертелась, производилась, худо ли, хорошо ли, в огромном количестве реальные ценности. С стабилизацией валюты, когда стал ощущаться резкий недостаток в денежном капитале, обмен стал затруднен, народное хозяйство, щедро снабженное реальными ценностями вообще, не имело возможности их использовать надлежащим образом. Основной причиной кризиса был, по существу, таким образом, не недостаток в производительных силах и средствах производства, но, наоборот, затруднения в сбыте товаров, вызванные нарушением правильной денежной кре-

дитной циркуляции в результате дефляционных мероприятий, нарушение возможности надлежащего обмена благ, связанное с недостатком оборотного капитала в денежной его форме, оборотной стороной которого, как правильно отмечает В. Зульбах,¹ является „иллиiquidность“ промышленных предприятий. Это нарушение обмена еще более обострилось ростом конкуренции со стороны других стран, постепенно восстанавливавших свое хозяйство — Франции, Бельгии, Чехо-Словакии и др., затрудненностью экспорта изделий при твердой валюте, лишавшей промышленников экспортных „премий“ на курсе валюты, и сокращением покупательной силы населения внутри страны. В то же время рынок капиталов также резко сжался для промышленности. Высокий процент, установившийся на нем, заставлял широкую публику предпочесть высокодоходные твердые бумаги — золотые закладные листы, займы и пр., — хранению денег в банках, которые могли бы кредитовать промышленность, или приобретению промышленных бумаг в условиях кризиса, вызвавшего ряд банкротств, при наличии многочисленных предприятий, возникших в период инфляции и в устойчивости которых широкой публике было слишком трудно разобраться. Эти-то причины и привели к явлениям кризиса, связанным с ростом безработицы и многочисленными банкротствами, задыхающееся, по выражению Нahn'a,² от изобилия благ германское народное хозяйство. Застой сбыта вызвал, в свою очередь, усиление потребности промышленности в кредитах для „маневрирования“. Жесткая рестрикционная политика Рейхсбанка в области кредита, проводившаяся им с весны 1924 г. из опасения срыва денежной реформы, еще более усугубила острую кредитную нужду германской промышленности и способствовала усилению кризиса. В подобных условиях чрезмерная кредитная рестрикция не могла не иметь своим результатом тяжелые последствия для хозяйства страны.³ С другой стороны, отсутствие притока новых капиталов в промышленность при резком сокращении долгосрочной ее задолженности (с 75% до войны до 25% к концу 1925 г.) вызвало застревание в промышленности краткосрочных кредитов, в результате острого недостатка в оборотных средствах и необходимости вкладывать значительные средства на поддержание своего огромного основного капитала. Затруднения в сбыте еще более усугубляли этот процесс превращения краткосрочной задолженности промышленности в долгосрочную. Опасения банков потерять в результате такого застревания краткосрочных кредитов в промышленности свою ликвидность вызвали к лету 1925 г. почти полное прекращение кредитования промышленности ими и требования с их стороны погашения задолженности. Невозможность выполнения этого требования повлекла за собой крах многочисленных предприятий, в том числе многих крупных кондернов, образовавшихся в период инфляции (крах Стиннесовского кондерна и др.). Конец 1925 г. и начало 1926 г. ознаменовались огромным числом банкротств промышленных и торговых предприятий:

¹ W. Sulzbach, „Das Problem des deutsch. Kapitalmarkt“, Bank-Archiv, № 19, 1926 г.

² A. Hahn, „Der Kapitalmangel“, Bank-Archiv, 15/XI 1925.

³ H. Luttke, op. cit., S. 34.

¹ G. Schacher, op. cit., S. 12.

² G. Schacher, op. cit., S. 12—13.

	Конкурсы	Протесты
Август 1925 г.	718	14.372
Октябрь 1925 г.	1.139	18.588
Декабрь 1925 г.	1.683	26.397
Январь 1926 г.	3.645	29.346
Апрель 1926 г.	2.225	11.983 ¹

Начиная с августа 1925 г. и до января 1926 г. банкротства и приостановка платежей шли, таким образом, нарастая. Январь 1926 г. был кульминационным пунктом кризиса. Начиная с апреля заметно уже улучшение. К декабрю 1926 г. цифра банкротств (конкурсов) упала до 555 и административной — до 3.602.

Для того чтобы изжить кризис и получить необходимые ей капиталы, германская промышленность должна была обратиться к широкому рынку капиталов как внутреннему, так и прежде и раньше всего, в период слабости первого, к внешнему, найти пути к овладению ими. По этой дороге и пошла германская промышленность, и уже к концу 1926 г. картина резко изменилась: капиталы широким потоком стали вновь вливаться в германскую промышленность, оживляя ее огромный разросшийся за время инфляции основной капитал, стимулируя замершие производительные силы страны.

Большое значение для привлечения новых средств в промышленность с широкого рынка капиталов имел обязательный переход предприятий к балансам в золотом исчислении. Мы уже отмечали выше, что за период инфляции возникло огромное число предприятий, не жизнеспособных, вызванных к жизни спекулятивными целями, ажиотажем, имевшим в тот период место на рынке капиталов в Германии. При первом же серьезном испытании предприятия эти лопались, как мыльные пузыри, и именно на их счет в значительной мере приходится то огромное число банкротств и административных, цифры которых мы приводили выше. Астрономические цифры капиталов и балансов в бумажных марках не давали ни малейшего представления о действительном положении дел предприятия и его капиталах. Переход на балансы в золотом исчислении прояснил картину. Предприятия подозрительные, нежизненные или сильно пострадавшие в период инфляции (последних в промышленности было немного) сразу выявились и вынуждены были быстро ликвидироваться в том или ином порядке. Предприятия здоровые получили возможность выявить убытки и потери, понесенные за время войны и инфляции, так же как и приобретенные за это время прибыли и резервы, переоценить на здоровом основании в твердых ценах свои активы и выявить свою кредитоспособность.² Переход на балансы в золотом исчислении показал, что в отношении германской промышленности, если отбросить все эти инфляционные происхождения спекулятивные предприятия, быстро погибшие при первых же дуновениях дефляционной непогоды, дело обстояло отнюдь не так плохо и, во всяком случае, на много лучше, чем в других отраслях германского хозяйства. Основой капитал германских акционерных обществ при переходе на золотое исчисление составил в отношении довоенного (принимая последний за 100):

¹ Отчет Deutsche Bank за 1926 г., Bank-Archiv, 1927 г. № 13.

² G. Schacher, op. cit., S. 139—140.

в банках и торговле — 30, в страховых предприятиях — 81,4, в текстильной промышленности — 124,5, в горной промышленности — 135, в газовой и электротехнической промышленности — 171,7 и в химической промышленности — 189,5.¹

По всей линии промышленности мы имеем, таким образом, значительный рост капиталов в золоте, по сравнению с довоенным временем. На ряду с этим инфляция позволила германской промышленности легко и безболезненно, за гроши, избавиться от своей задолженности. Падение ценности марки дало германской промышленности возможность погасить всю свою облигационную и банковскую задолженность, путем оплаты ее по номиналу в падающей валюте и к 1924 г., при переходе на золотое исчисление, германская промышленность оказалась с балансом, где почти отсутствовала задолженность. В то время как в 1913 г. для 3.347 акц. общ. облигационная задолженность по их балансу составляла 14.883,3 млн. марок и прочие долги 16.867,7 млн. марок, для того же числа обществ по золотым балансам на 1924 г. облигационная задолженность, при некотором росте их акционерного капитала, выражалась лишь в 691,1 млн. марок, т.-е. сократилась почти в 22 раза, и прочая задолженность в 5.921 млн. марок (сокращение в 3 раза).² Балансы промышленных предприятий оказались, благодаря этому, в значительной мере санированными, и кредитоспособность предприятий, благодаря освобождению их от довоенной задолженности, в достаточной степени высокой, чтобы обеспечить приток новых средств с широкого рынка капиталов в промышленность. Правда, вместо довоенной задолженности германские предприятия были почти в идентичной степени обременены платежами по плану Дауэса. Если до войны задолженность 51 промышленного предприятия, по подсчетам Winnewieser'a,³ составляла 472 млн. марок, то в 1925 г. она выражалась в 319 млн. марок, из которых 190 млн. марок т.-е. почти 60^{0/0}, падает на облигации по плану Дауэса.

Взаимоотношения промышленности и рынка капиталов претерпели, однако, значительные изменения за время войны и инфляции, и обычные пути привлечения капиталов в промышленность, путем эмиссии обыкновенных акций и облигаций, оказались уже недействительными. Публика призывала за эти годы помещать свои сбережения и свободные средства в высокопроцентные и твердообеспеченные бумаги и займы и предпочитала их малоодоходным в условиях первых лет послеинфляционного периода акциям.⁴ Первые годы дефляции характеризовались резкой реакцией на ажиотаж и спекуляцию инфляционных лет. Держатель капитала желал теперь иметь твердый и обеспеченный доход на свой капитал, обыкновенная же акция не в состоянии была гарантировать ему этого. Наоборот, виды на получение достаточного дивиденда по акциям промышленных предприятий были крайне неблагоприятны. Причины этого лежали, с одной стороны, в отягощении германского хозяйства высокими налогами и платежами на уплату репараций, с другой стороны, в неопределенности и изменчивости хозяйственной конъюнктуры.⁵ Эмиссия обыкновенных

¹ A. Aron, op. cit., S. 36.

² G. Winnewieser, op. cit., S. 58—59.

³ G. Winnewieser, op. cit., S. 38.

⁴ A. Aron, op. cit., S. 44.

⁵ H. Lüttke, op. cit., S. 42.

акций затруднялась в то же время и ограничениями, существующими в германском акционерном праве. Согласно последнему, выпуск акций по курсу ниже номинала запрещен. Но до середины 1926 г. курс акций большинства германских предприятий стоял ниже паритета (в конце 1925 г. выше паритета стояло лишь 9,8% допущенных к котировке на биржу акций). Естественно, что в таких условиях, эмиссия обычного типа акций была невозможна.¹ Промышленность либо должна была найти новые, незнакомые еще германскому акционерному праву виды акций, удовлетворяющие требованиям рынка, либо обратиться к иностранному рынку, для которого ограничения германского права не были обязательными. Она использовала оба пути.

Была, правда, как будто бы возможность использовать другую, испытанную до войны форму привлечения чужого капитала в промышленности: облигационные займы. Поскольку капиталодержатель стремился сейчас к получению доходной и твердообеспеченной бумаги, облигация этим требованиям формально как будто удовлетворяла. В действительности дело обстояло, однако, иначе и эмиссия облигаций, как и обыкновенных акций, представляла для германской промышленности в этот период значительные затруднения. Для держателя капитала облигации в чистом виде перестали представлять интерес, поскольку, с одной стороны, значительный спрос на капитал и высокий процент, существующий на рынке, гарантировал ему постоянное выгодное помещение капитала, с другой же — погашение облигаций неполноценной валютой в годы инфляции и последующий закон об изменении ценности (*Aufwertungsgesetz*), по которому облигации по довоенному долгу подлежали оплате лишь в размере 15% их номинала, создали вообще недоверие широкой публики к этому виду бумаг. Для предприятия же, при необходимости платить высокий процент и выпускать бумаги ниже паритета, облигации являлись чрезвычайно обременительной формой привлечения капитала.

Германская промышленность вынуждена была пойти поэтому по линии создания новых типов ценных бумаг, различного рода и характера специальных акций. Одной из таких форм акций со специальным назначением являются привилегированные акции (*Vorzugsaktien*). Как показывает само наименование этих акций, они связаны с особыми привилегиями для держателя, главным образом, в области гарантирования держателям привилегированных акций твердого дивиденда. Отличие в этом случае от облигационного процента заключается в том, что держателю такой акции гарантируется не процент на капитал, но твердый дивиденд, т. е. при наличии прибыли ему обеспечивается первоочередное получение дивиденда в гарантированном размере и лишь по удовлетворении дивидендом держателей привилегированных акций остаток прибыли поступает для выплаты дивиденда основным акционерам, на резервирование и пр., согласно постановлению собрания акционеров. Привилегированные акции получили довольно значительное распространение в первые послеинфляционные годы, как переходный тип от твердо обеспеченных бумаг к дивидендным, но вообще они, благодаря связанным с ними ограниче-

¹ A. Aron, op. cit., S. 44.

ниям в участии в предприятии (ограниченное право голоса), мало популярны в широкой публике.¹

Германская практика последних лет знает на ряду с этого рода привилегированными акциями и другой тип таковых, с совершенно иным назначением. Эти акции имеют своей целью не финансирование предприятия, или, вернее, не столько финансирование, сколько обеспечение руководства предприятием за основными акционерами, и их правильнее было бы назвать охранительными акциями (*Schutzaktien*).² Обращение предприятия на широкий рынок капиталов и, в частности, к иностранному капиталу в поисках новых средств, повлекло за собой появление большего числа новых акционеров, грозящее проникновением в предприятие чужого элемента, в частности, иностранцев, стремившихся овладеть крупнейшими германскими предприятиями.³ По данным Aron'a⁴ уже к 1923 г. старые акционеры в результате новых инвестиций, имевших место за инфляционные годы, сохранили по 1.006 обследованным им предприятиям лишь 47% акций в своих руках. Более половины акций перешло в чужие руки. Это не могло, естественно, не вызвать у старых акционеров боязни потерять свое влияние на дела предприятия. В результате этой боязни и появился до того неизвестный тип охранительной (*Schutz*) акции, мало по существу общего имеющий с акцией, кроме наименования. Такого рода „охранительными“ акциями явились акции с дополнительным правом голоса (*Stimmrechtsaktien*), запасные (*Vorrasaktien*), акции с множественным правом голоса и пр., не поступающие в продажу и распределяющиеся обычно между основными акционерами предприятия или руководящей группой их специально в целях обеспечения за ними руководящего влияния на предприятие. К ним близко примыкают так называемые управленческие (*Verwaltungsaktien*) акции, также не поступающие обычно в продажу, а остающиеся в распоряжении правления предприятия и служащие целям приобретения участия (*Beteiligung*) в других предприятиях — взаимный обмен акций и т. п.⁵

Необходимость изыскать наиболее приемлемую для держателей капитала и в то же время более или менее безопасную для предприятия форму привлечения капитала в предприятие, с одной стороны, и неизбежность при обращении за новыми средствами к иностранному, преимущественно американскому капиталу, воспринимать привычные для него и излюбленные им формы ценных бумаг, с другой — побудили германскую промышленность перейти к выпуску особого вида ценных бумаг, так называемых *convertible bonds* или, как называет их Лифман,⁶ обратимых облигаций (*Wandelobligationen*), весьма распространенных в Соед. Штатах. *Convertible bonds* представляют собой твердо процентированное долговое обязательство, держатель которого имеет право по своему желанию в течение известного, строго определенного срока, превратить его, вернее

¹ A. Frese, „Vorzugsaktien und Kapitalerhöhungen“, Bank-Archiv, № 18 от 28/VI 1927 г.

² Prof. Flechtheim, „Vorzugsaktien und Kapitalerhöhungen“, Bank-Archiv, № 16 от 15/VI 1927 г.

³ R. Liefmann, „Die Unternehmungsformen“, St., 1928, S. 92.

⁴ A. Aron, op. cit. S. 58.

⁵ R. Liefmann, „Die Unternehmungsformen“, S. 92.

⁶ R. Liefmann, op. cit., S. 93.

обменять на акцию эмитировавшего это обязательство предприятия.¹ Convertible bonds представляют собой, таким образом, смешанную форму бумаги, обладающую в одно и то же время правами и акции, и облигации. Пока бумага не предъявлена к обмену — это облигация и при нежелании держателя ее воспользоваться своим правом обмена, может оставаться облигацией постоянно. С момента обмена она превращается в чистую акцию со всеми особенностями последней. Держателю convertible bonds представляется, таким образом, право быть по его выбору кредитором предприятия или совладельцем его. Для держателя convertible bonds представляет большой интерес не только как твердоходная бумага, но и как спекулятивная, так как прибыли, приносимые convertible bonds, часто бывают очень высокими, благодаря разнице курсов акций эмитирующих convertible bonds предприятий в момент выпуска бумаг и в момент обмена, когда курс акций предприятия в результате финансового санирования или улучшившейся хозяйственной конъюнктуры значительно повышется.

На ряду с convertible bonds за последние годы появилась другая форма ценных бумаг, сходная с ними по характеру и по форме. Это облигация с преимущественным правом (mit Bezugsrecht) на приобретение акций. Разница между ними и convertible bonds лежит в том, что в то время как держатель convertible bonds имеет право в течение известного срока, без каких-либо дополнительных уплат, обменять свое долговое обязательство на акцию предприятия, облигации с преимущественным правом предоставляют своему владельцу право в течение обусловленного срока приобрести акцию предприятия по определенной цене, оставаясь в то же время кредитором предприятия, как держатель его облигации.² Правом преимущественного приобретения акций нередко в последние годы сопровождались и ипотечные займы, заключенные за границей. Условия выпуска подобного рода облигаций и курсы акций, устанавливаемые для использования права преимущественного приобретения в различных займах очень варьируются.

Все этого рода виды долговых обязательств приносят держателям их обычно большие прибыли и являются, поэтому, излюбленными бумагами иностранного капитала. Наибольшее распространение они получили поэтому в годы наиболее усиленного проникновения иностранного капитала в германскую промышленность, в период ослабления внутреннего германского рынка капиталов и общего недостатка денежных капиталов в стране, иными словами в первые послеполитические годы — 1924—26 гг. Это были годы наиболее тесного общения германского хозяйства с иностранным финансовым капиталом, преимущественно американским, когда последний, пользуясь недостатком капиталов в стране, сделала попытку, не во всем безрезультатную, овладеть командными высотами германского хозяйства.

Иностранний капитал в хозяйственной жизни Германии в последние десятилетия перед войной играл ничтожную роль. Германия в этот период была одним из крупнейших и активных экспортеров капитала на

внешний рынок и, конечно, не имела нужды сама кредитоваться за границей. Ряд стран был перед войной должниками Германии. Не говоря уже о России, в хозяйственной жизни которой германский капитал играл чрезвычайную большую роль, главнейший послевоенный кредитор Германии, Соед. Штаты были до войны должниками германского капитала и при том на солидную сумму: в 1917 году сумма немецких капиталов, вложенных в американские бумаги, исчислялась почти в 1 миллиард долларов.¹ Число германских предприятий, в которых в той или иной форме участвовал иностранный капитал, было в последние годы перед войной крайне незначительно — это были преимущественно предприятия горнодобывающей промышленности и вообще тяжелой индустрии и в некоторой части предприятия текстильные; в других отраслях подобные предприятия насчитывались немногими единицами. Тем не менее, список отраслей, в которых до войны, вернее в первые десятилетия организации германского промышленного хозяйства, когда иностранный капитал играл роль пионера в организации германской промышленности, принимал участие иностранный капитал, очень длинен: в числе их можно назвать стекольную промышленность, резиновую (где участие иностранного — американского — капитала было особенно велико), спичечную, строительную, бумажную, пищевую и другие отрасли. Территориально участие иностранного капитала в германской промышленности ограничивалось, по преимуществу, рейнскими провинциями, южными государствами (Баден, Бавария) и отчасти Саксонией (текстильная промышленность) и в очень незначительной степени Силезией. Для германской промышленности характерно, однако, то, что по мере того, как германское хозяйство опережалось и твердо становилось на ноги, иностранный капитал все более и более вытеснялся отечественным. Быстро перенимая у своих учителей принесенные ими технические организационные навыки, с изумительной быстротой создавая и развивая собственную мощную технику, став во главе европейской технической мысли и вырвавшись в этом отношении приоритет из рук англичан, обладая исключительными организационными способностями и, как недавно вступившая на стезю индустриализации нация, отличаясь большей смелостью в проведении новых начинаний, чем старые промышленные страны, привыкшие к консервативным методам и формам техники и хозяйства, — немцы уже к концу прошлого столетия сумели сами взять в свои руки дело развития и строительства своего промышленного хозяйства, стали сами хозяевами своей промышленности, обгоняя в своем индустриальном развитии старые промышленные страны Европы. Почти все предприятия, некогда основанные иностранцами и им принадлежавшие, к началу нынешнего столетия перешли в руки немцев. Только там, где акции предприятий находились в твердых руках, не выпускавших их на рынок, иностранному капиталу удалось сохранить некоторую долю влияния. К началу войны во всей горной промышленности Германии насчитывалось не более 49 предприятий с иностранным капиталом, в том числе: 26 с участием бельгийского капитала, 13 с участием английского, 6 французского и 4 голландского, на общую сумму капитала 140 млн. марок, при чем большая часть этой суммы перешла в руки иностранцев еще в 40—60-х годах прошлого столетия. За

¹ G. Schaecher, op. cit., S. 112.

² G. Sintenis „Schuldverschreibungen mit Umtauschrechts (convertible bonds) und mit Bezugsrecht“, Bank-Archiv, № 1 or 1/X 1926 r.

¹ K. v. Reibnitz, „Amerikasinternationale Kapitalwanderungen“. Berl. 1926. S. 54.

время войны большая часть и этих предприятий перешла в немецкие руки.

После войны обнищавшее в смысле движимых, мобильных капиталов германское хозяйство, истощенное годами военных действий и инфляцией и обремененное репарациями, вынуждено было обратиться в поисках капитала для оживления своего огромного основного капитала на внешний рынок. Первые послеполитические годы — 1924—26 — были годами наиболее энергичного проникновения в германское хозяйство иностранного капитала, привлеченного туда как возможностями значительных прибылей благодаря высоким процентным ставкам, созданным острой нуждой германского хозяйства в живых средствах, и особым конъюнктурным условиям этих лет, так и соблазном овладеть важнейшими промышленными предприятиями Германии или во всяком случае приобрести значительную долю влияния на них. За четыре года, с момента стабилизации германской валюты, заграничные займы промышленных и др. предприятий Германии составили:¹

Годы	Млн. марок	Всех заграничных займов Германии (в %/о)
1924	42	100
1925	529,3	42,3
1926	823,5	46,0
1927 (за 11 мес.)	611,2	39,0

За три года заграничные займы германских предприятий составили таким образом сумму свыше 2 млрд. марок, не считая ипотечных займов, которые в одном только 1927 г. (за 11 месяцев) выразились в сумме 555 млн. марок; известная часть этого типа займов падает и на промышленность. На ряду с этим, в руки иностранцев перешла не малая толика акций, по преимуществу новых выпусков, различных германских предприятий. Основным кредитором Германии за эти годы стали Соед. Штаты, к которым за время войны перекочевала большая часть золотых запасов континента. Став после войны и в результате ее богатейшей страной мира, Соед. Штаты, задыхаясь от избытка богатства, вынуждены были в поисках приложения для своего богатства обратиться на континент и, в первую очередь, конечно, к Германии, где вложения капитала обещали наибольшие выгоды для их держателей. На ряду с займами государства и общин, американский капитал охотнее всего обращался к кредитованию промышленных предприятий. Первым начал финансирование германской промышленности Equitable Trust Co, предоставивший германской сахарной промышленности кредит в 4 млн. долларов. За ним Чез Нейшенель Банк предоставил 6 млн. долларов кредита поташной промышленности и Диллон, Рид и Ко совместно с International Acceptance Bank 2,5 млн. долл. красочной промышленности Германии.² За время с конца 1924 г. по 1 декабря 1925 г. ряд крупнейших германских предприятий заключил займы в Соед. Штатах. Среди них можно назвать такие предприятия, как Sächsische Werke, Rheinisch. Westf.

¹ Bank-Archiv, № 7 от 1/1 1928 г.

² R. Dunn, „Amerikan Foreign Investments“, N. J. 1926, p. 144—145.

Elektrizitätswerke, концерн Тиссена, Крупп, АГЕ, Сименс и Гальске и др. В последующем ряд займов был предоставлен американцами машиностроительной фирме бр. Кертинг, Elektrowerke, Königs. Laura Hütte, Harpener и другим крупным германским предприятиям.¹ Займы заключались в среднем на сумму от 3 до 10 млн. долл., на длительный срок — от 5 до 25 лет, но из довольно высокого процента (в среднем 7% годовых).

В большинстве случаев займы заключались в форме convertible bonds или облигаций с преимущественным правом приобретения акций, что, с одной стороны, гарантировало финансирующим фирмам высокие прибыли, а с другой стороны, давало возможность перейти от кредиторских отношений к участию в финансируемых предприятиях, чего американский капитал по преимуществу и добивался. В связи с этим стремлением американского капитала к проникновению в германскую промышленность не только в форме кредиторских взаимоотношений, но и в форме прямого участия, и появилось движение к созданию различного рода Schutzaktien, охранительных бумаг, предназначенных обеспечить за старыми акционерами сохранение руководства предприятиями. Тем не менее, в той или иной форме, в том или ином порядке под контроль американского капитала подпал ряд германских предприятий. В то же время ряд крупных американских промышленных фирм основал собственные предприятия в Германии, пользуясь возможностью дешево приобрести на обесцененные марки имущество. Среди американских фирм, контролирующих германские предприятия или основавших в Германии собственные, можно назвать такие как Форд, Ко Зингера, Botany Consolidated Mills, Spaulder Co of Rochester и ряд других. Американские источники исчисляют капитал, вложенный американцами к концу 1925 г. в германские предприятия в 192.147,3 тыс. долл.² В течение 1926 г. эта сумма заметно возросла.

За последние годы на ряду с американским рынком заметное место в области долгосрочных займов Германии стал занимать английский рынок, некогда игравший главенствующую роль на мировом рынке долгосрочных средств, в противоположность Соед. Штатам, для которых долгосрочное финансирование — дело новое и непривычное. Война вывела Англию из числа мировых экспортеров капитала, а последующая кредитная политика Английского банка, направленная к восстановлению и сохранению золотого стандарта, затруднила английским капиталистам возвращение к нему. Размещение долгосрочных займов на английском рынке стало поэтому после войны чрезвычайно трудным. Несомненно, однако, что лондонское Сити всячески стремится отвоювать обратно место, отобранное у него Уолл-Стритом. В особенности охотно идут английские капиталы в германские промышленные предприятия, в судьбе которых английский капитал и английская промышленность заинтересованы, несомненно, значительно более, чем Соед. Штаты.³ В настоящее время германская промышленность в отношении долгосрочных кредитов и размещения своих ценных бумаг все более уходит к американскому рынку на европейские, в первую очередь, английский, в меньшей степени голландский, бельгийский и французский.

¹ R. Dunn, op. cit, p. 38—41.

² R. Dunn, op. cit, p. 144—147.

³ G. Schacher, op. cit, S. 90—92.

Значительную роль в деле финансирования германской промышленности в эти годы сыграло концентрационное движение в ней, создание ряда мощных концернов и объединений однотипных предприятий. Получив свое начало еще до войны, в силу объективных условий развития капиталистического хозяйства на высших его ступенях, концентрационное движение в германской промышленности получило особенное развитие в период инфляции, когда наиболее крупные и мощные предприятия приобрели возможность легко и быстро овладеть менее значительными предприятиями. В этот период образовался ряд гигантов-концернов, многие из которых объединяли несколько сот предприятий, часто самых разнообразных. Достаточно назвать такой концерн как *Стинесовский*, образовавшийся первоначально из слияния Германско-Люксембургской компании рудников и заводов в Бохуме с Гельзенкирхенским обществом и Бохумским союзом. В дальнейшем к этому огромному тресту, получившему название Рейнско-Эльбинского союза, присоединился трест Сименс-Шуккерта, одно из крупнейших объединений электротехнической промышленности. Новообразовавшийся из слияния этих двух огромных трестов концерн Рейн-Эльба-Сименс-Шуккерт скоро поглотил еще длинный ряд предприятий, не только однотипных или родственных по характеру производства, но и носящих вспомогательный характер, вплоть до торгового флота, газет, бумажных фабрик и даже таких предприятий, как курортные отели и т. п. К середине 1921 г. Стинесовский концерн объединял 1.350 предприятий, с более чем 600 тыс. рабочих. Несомненно, конечно, что пользуясь условиями инфляционного времени, Стинесовский концерн вышел в своем объеме за пределы хозяйственной целесообразности и это послужило одной из основных причин его краха в первые же годы дефляции. Но и части, на которые он распался, сами по себе представляют достаточно мощные объединения. Другие, получившие также в период инфляции свое начало, концерны: Тиссена, Маннесмана, Вольфа и др. оказались более осторожными и жизнеспособными, чем Стинесовский, и выжили до настоящего времени. Образование мощных концернов позволяет производить финансирование вовлеченных в орбиту концерна предприятий гораздо легче и безболезненнее, чем это доступно каждому предприятию в отдельности. Крупные концерны сами снабжают свои предприятия кредитом и капиталами, либо путем переброски капиталов из предприятия в предприятие внутри концерна, обычно сохраняя свою юридическую самостоятельность, вошедшие в состав концерна предприятия передают верхушке концерна, управляющему им Holding Company распоряжение и руководство своим финансовым хозяйством, — либо в порядке привлечения средств с широкого рынка капиталов; и в этом последнем случае мощный концерн легко может получить, все равно на внутреннем или на внешнем рынке, кредиты и капиталы и на более льготных условиях, нежели отдельные предприятия, как бы велики они сами по себе ни были. Нередко такие концерны выделяют в своем составе специальное финансовое общество или даже организуют особый банк, либо вовлекают в свою орбиту какой-либо из существующих, специально для целей финансирования объединяемых им предприятий. Так, концерн Микаэля, объединяющий ряд металлических и химических предприятий, играет основную роль в Industrie u. Privatbank в Берлине, в свою очередь связанном участием в 7 банковских учреждениях в различных частях Герма-

нии и за пределами ее. Концерн Маннесмана имеет 25% участия в Bank für Innen und Aussen Handel A. G. в Берлине. Крупнейший германский красочный концерн J. G., объединяющий предприятия с капиталом почти в миллиард марок (свыше 70 юридических самостоятельных предприятий) владеет двумя кредитными учреждениями: Rohstoff-Kredit u. Deutsche Länderbank. Крупнейший текстильный концерн Blumstein'a владеет особым Bank für Textilindustrie с капиталом в 22.250 тыс. марок. Издательский концерн Гугенберга владеет так наз. Aetdeutsche Privatbank с капиталом в 6 млн. марок. Все эти концерны пользуются этими банками, как своими финансовыми обществами.¹

По мере изживания дефляционного кризиса концентрационное движение в германской промышленности, замершее после краха Стинесовского и других концернов, созданий инфляционного периода, получило новый толчок к развитию, одновременно с оживлением внутреннего рынка капиталов и улучшением хозяйственной конъюнктуры. Отчет Deutsche Bank за 1926 г. характеризует этот год как год „огромного роста концентрационного движения в промышленности“.² Заключение крупных займов за границей позволило германской промышленности погасить свою задолженность банкам и значительно развить производство. Одновременно заметно оживился и внутренний денежный рынок, легко поглощавший в 1926 г. ценные бумаги: в этом году было размещено на внутреннем рынке на 3,25 млрд. марок твердопроцентированных бумаг и на 1 млрд. марок акций банков и промышленных предприятий, тогда как вся эмиссия ценных бумаг в 1913 г. составляла 2,5 млрд. марок. Commerz und Privatbank в своем отчете за тот же 1926 г.³ точно также характеризует его как год „промышленной консолидации“, которая прежде всего выразилась в слиянии и объединении однотипных родственных предприятий, при чем эти объединения в некоторых случаях вышли за пределы страны, как, например, красочный концерн J. G. und Vereinigte Stahlwerke (стальной концерна). По данным германского Статистического ведомства к концу 1926 г. в концерны было объединено 65% (по сумме капитала) всех германских акционерных предприятий с общей суммой акционерного капитала в 13.242 млн. марок (из 20.354 млн. марок), при чем в предприятиях тяжелой индустрии было концернировано 88,5% предприятий и в предприятиях легкой, обрабатывающей промышленности 56,5%.⁴ Как можно усмотреть из этих немногих, но весьма показательных цифр, концентрационное движение глубоко охватило всю германскую промышленность.

В 1927 г. концентрационное движение в германской промышленности продолжало свое поступательное движение. Как статистика экономической прессы, так и отчеты крупнейших банков говорят о ряде крупнейших фузий (слияний) и других подобных процессов объединения крупнейших предприятий, связанных с крупными финансовыми транзакциями. Таково, напр., слияние Шуккерта с Континентальным акционерным

¹ Konzerne, Interessengemeinschaften und ähnliche Zusammenschlüsse im Deutsche Reich Ende, 1926, B. 1927, S. 82, 94 119, 135, 196.

² Bank-Archive № 13 за 1927 г.

³ Bank-Archiv, № 13 за 1927 г.

⁴ Konzerne Interessengemeinschaften etc, S. 13.

обществом электрических предприятий и ряд других фузий и различных объединений. Условия денежного рынка были, однако, в 1927 году значительно хуже прошлого года. Рост продукции и торговых оборотов, увеличение строительства как промышленного и транспортного, так и городского, потребовали вновь значительных капитальных вложений, предъявили такой значительный спрос на капитал или, как говорит отчет Diskonto-Gesellschaft за 1927 г.,¹ привели к такому голоду на капитал (Kapitalhunger), насытить который внутренний рынок капиталов не был в состоянии. „Внутреннее капиталобразование, — отмечает, между тем, Deutsche Bank в своем отчете за этот же год,² — идет крайне медленно: высокая заработная плата, обусловленная высоким уровнем цен, не позволяет германской промышленности свободно выйти на мировой товарный рынок и усилить экспорт. Быстрый рост техники, вынуждающий к частой смене оборудования, требует повышенной амортизации, налоговые тяготы репарационных платежей и дорогостоящий государственный аппарат еще более усугубляют это положение“. Опасности чрезмерного обременения германского хозяйства заграничными займами, как бы ни был соблазнительен этот путь привлечения в германское хозяйство новых капиталов, ясно осознается руководителями последнего. В последнее время в германской экономической прессе все чаще появляются статьи, посвященные вопросу об усилении национального накопления, необходимости финансирования германского хозяйства за счет внутренних средств и источников. Так, Schmidt³ в своей весьма любопытной статье, отмечая, что с понижением конъюнктуры в последние месяцы 1927 г. обнаружился вновь резкий недостаток в деньгах на внутреннем рынке, следствием чего явилась новая сильная тяга промышленности к заграничным кредитам, называет последние худшим злом (Uebel) германского хозяйства. Единственный выход он видит в усилении внутреннего накопления за счет некоторого сжатия потребления, которое позволило бы эти сбереженные ценности направить на расширение производственного потребления. Другим путем для облегчения потребности германского хозяйства в кредитах, играющим, впрочем, по его мнению, вспомогательную роль, он считает использование германскими банками краткосрочных иностранных депозитов. О необходимости усиленного сбережения говорит и Sulzbach.⁴ Усиление внутреннего сбережения, избавление от необходимости обращаться за кредитами на внешний рынок стали лейтмотивами германской экономической прессы за последний год. Как показатель того, в какие области заходит германская экономическая мысль в поисках разрешения этой сложной задачи, значительный интерес представляет не так давно вышедшая книжка Neuberg'a,⁵ посвященная интересному вопросу о рационализации финансового хозяйства промышленных предприятий, как одного из путей уменьшить потребность их в новых

¹ Bank-Archiv, № 12 от 15/III 1928 г.

² Bank-Archiv, № 12 от 15/III 1928 г.

³ E. Schmidt, „Das deutsche Kapitalproblem und die deutschen Banken“, Bank-Archiv, № 3 от 31/X 1927 г.

⁴ W. Sulzbach, „Das Problem des deutschen Kapitalmarkts“ Bank-Archiv 1926 г., № 19.

⁵ E. Neuberg, „Mittel zur Minderung des Kapitalbedarfs in den Betrieben“, с. 1926.

средствах. Lüttke¹ предлагает организовать специальный промышленно-рентный банк (Industrierentenbank) для финансирования германской промышленности на тех же основаниях, на каких финансируется германское сельское хозяйство путем выдачи ипотек под основные капиталы — имущество промышленности. Этот путь, по мнению Lüttke, позволит значительно расширить кредитные источники для промышленности, учитывая, что стоимость промышленного имущества определяется в сумме свыше 5 млрд. марок, и что разместить на рынке облигации, обеспеченные этим имуществом будет легче, чем финансировать промышленность путем обычных эмиссий промышленных бумаг. Не вдаваясь детально в критику предложения Lüttke, нужно сказать, что вряд ли создание такого рода банка и вообще путь выпуска ипотечных бумаг под заклад промышленного имущества может быть признан целесообразным. Между промышленным имуществом и землей, как объектом эксплуатации сельского хозяйства, слишком большая разница.

Следует отметить, что по существу говоря, 1927 г. отнюдь не давал оснований так тревожиться за судьбы финансирования промышленности. Благодаря высокой конъюнктуре этого года германская промышленность, в частности и в особенности тяжелая индустрия, были в истекшем году в исключительно благоприятном положении. Доходы предприятий, резко снизившиеся за послевоенные годы, вновь дали в истекшем году значительное повышение. Надобно отметить, что понижение дивидендов германских предприятий во многом зависело не столько от плохой конъюнктуры (хотя и последняя играла, конечно, немалую роль), сколько от чрезмерного разводнения их капитала в послевоенные годы. Данные статистики это отчетливо показывают. Так, например, в то время как в химической промышленности, увеличившей свой акционерный капитал (по тому же кругу предприятий) с 256,2 млн. марок до 911,2 млн. марок дивиденд упал с 19,8% в 1913 г. до 7,7% в 1926 г., в кожевенной, увеличившей капитал (по 2 предприятиям) с 6 млн. марок до 11,1 млн. марок с 10,3% до 5,7%; в горной промышленности; увеличившей капитал с 366 млн. марок до 690 млн. марок с 11% до 6,6%; в электро-технической промышленности, где капитал остался почти стабильным, дивиденд снизился лишь незначительно: с 8,7% до 7,9%, в бумажной при стабильности капитала он даже возрос с 7,3% до 9,5% и т. д.² В истекшем году рентабельность германской промышленности, по данным отчетов ряда крупных германских предприятий за 1927 г., возрасла против прошлого года на 75% в среднем. Это позволило ряду крупных германских концернов и трестов тяжелой, по преимуществу индустрии осуществлять „самофинансирование“ своих предприятий и производить покрытие не только потребности в текущих кредитах, но и частично в капиталах для нового строительства, не путем обращения к широкому рынку капиталов, а пользуясь собственным внутренним накоплением. В частности, например, Vereinigte Stahlwerke прибыль которого за 1927 г. составила 280 млн. марок, получил благодаря значительному накоплению собственных средств возможность исправить недочеты своей финансовой организации, страдавшей от перенасыщения треста капиталом.

¹ H. Lüttke, op. cit., S. 65—67.

² „Aktienkapitalen und Dividendenausschüttungen deutscher Aktiengesellschaften“. Bank-Archiv № 22 от 15/VIII 1927 г.

Недостаток в свободных капиталах на внутреннем германском рынке объясняется не столько слабостью внутреннего накопления германского хозяйства, его недостаточной капиталобразующей силой или избыточно расточительным потреблением населения (скорее имеется налицо, если не считать немногочисленной группы шиберов и крупной буржуазии, обратное явление — недостаточное потребление широких народных масс), — сколько широким размахом строительства германского хозяйства во всех его областях, далеко выходящим за пределы нормальной капиталобразующей силы его. Некоторое ухудшение хозяйственной кон'юнктуры, имевшее место в конце 1927 г., и вызвавшее повышенные требования к кредиту, еще более усугубляло это несоответствие между внутренним рынком капиталов и требованиями быстро развивающегося хозяйства в отношении притока в него новых капиталов.
