

# RENDEMENT OP KAPITAALBELEGGING IN DIE KUNSMISBEDRYF

*A G de M du Toit, SASOL*

Rendement op kapitaalbelegging in die kunsmisbedryf is as sulks nie van veel belang nie. Soos die geval met meeste ander objektiewe kriteria is die rendement van die kunsmisbedryf slegs van belang wanneer dit beoordeel word in verhouding tot ander beleggingsgeleenthede. Hierdie verhouding van rentabiliteit is van kardinale belang vir die individuele belegger wat uit die aard van die saak die opbrengste van alternatiewe beleggingsgeleenthede bestudeer ten einde sy na-belasting inkomste te maksimaliseer.

Die verhouding van alternatiewe rentabiliteite is egter ook van groot belang vir die owerheid in die bepaling van sy strategie vir nywerheidsontwikkeling. So byvoorbeeld, indien die rendement van 'n spesifieke bedryfstak laag is in verhouding tot ander bedryfstakke sal weinig of geen belegging in die spesifieke bedryfstak plaasvind nie, hoe gewens sodanige belegging ookal mag wees uit 'n strategiese, indiensnemings- of ander sosio-ekonomiese oogpunt. Gevolglik moet die owerheid ook deeglik kennis neem van die relatiewe winsgewendheid van verskillende bedryfstakke wanneer algehele ekonomiese beleid geformuleer word en voortvloeiende besluite soos byvoorbeeld die gewenste mate van tariefsbeskerming, geneem word.

Ten einde rentabiliteit te evalueer benodig ons natuurlik 'n kriterium of maatstaf. Hiervan is daar 'n magdom. Die van u wat vertrou is met prysbeheer is goed bekend met die kriterium wat algemeen in hierdie verband gebruik word naamlik: Wins voor belasting en rente as persentasie van gedepresieerde vaste kapitaal plus bedryfskapitaal.

In die bedryfswêreld word oor die algemeen meer gebruik gemaak van kriteria wat die effek van belasting in ag neem en dikwels ook in ag neem dat alle kapitaal nie deur die aandeelhouer voorsien is nie. 'n Bekende kriterium van hierdie aard is bv na-belaste wins as persentasie van aandeelhouersbelang.

'n Kriterium wat vandag algemeen gebruik word in die evaluasie van nuwe projekte is die opbrengs op basis van verdiskonteerde kontantvloei (die sogenaamde DCF-IRR of 'Discounted Cost Factor — Internal Rate of Return') Hierdie VKV analise lewer 'n opbrengskoers wat gebruik kan word om die winsgewendheid van verskeie projekte met mekaar te vergelyk asook om die opbrengs van 'n spesifieke projek te vergelyk met die koste van kapitaal (o.a. die rentekoers op geleende fondse).

Nie een van hierdie kriteria is ten volle bevredigend nie. As gevolg van die invloed van inflasie stel beleggers al hoe meer belang in die instandhouding van die reële waarde van hul belegging. Hul redeneer tereg dat dit onaanvaarbaar is om 'n redelike rendement (aanvaarbare vlak en konstant in reële terme) oor die leeftyd van 'n belegging te verdien en aan die einde te vind dat die reële waarde van die oorspronklike belegging aansienlik afgeneem het. Soos ons sal sien lewer nie een van die tradisionele maatstawwe 'n bevredigende antwoord op die kardinale vraag van die mate van instandhouding van reële waarde van 'n belegging nie.

## Die basiese model

Ten einde die rendement op kapitaalbelegging vir die kunsmisbedryf sowel as die toepaslikheid van die onderskeie rentabiliteitskriteria te illustreer maak ons gebruik van die volgende eenvoudige model. Hierdie model is verteenwoordigend van 'n tipiese stroomaf belegging in die kunsmisbedryf (uitgesluit ammoniakvervaardiging en fosfaatrotsontginning) teen vandag se pryse en kapitaalkostes.

digend van 'n tipiese stroomaf belegging in die kunsmisbedryf (uitgesluit ammoniakvervaardiging en fosfaatrotsontginning) teen vandag se pryse en kapitaalkostes.

*Tabel 1 Die Basis model*

<b>1 Vaste kapitaal</b> (aanleg en toerusting)	R100 miljoen
<b>2 Bedryfskapitaal</b> (netto)	R20 miljoen
<b>3 Finansiering</b>	
(a) Aandeelkapitaal	R60 miljoen
(b) L T Lening	R60 miljoen
(c) Rentekoers	12%
<b>4 Belastingkoers</b>	46,2% met belastingtoelaes soos huidige van toepassing (aanvangs — 25%, beleggings — 30%).
<b>5 Inkomstestaat</b>	
Omset	R150,0 miljoen
Grondstofkoste	R100,0 miljoen
Kontant bedryfskoste	32,8 miljoen
Waardevermindering	6,7 miljoen
Wins voor rente en belasting	R10,5 miljoen
<b>6 Ander aannames</b>	
(a) Dividend: 8% van aandeelkapitaal = R4,8 m	
(b) Waardevermindering - reglynig oor 15 jaar	
(c) Lening van 60 miljoen word nie gedelg	
(d) Rente op surplusfondse word bereken teen 12%	
(e) Afskrywing vir belastingdoeleindes - 10 jr.	

Die vaste kapitaal van R100 miljoen plus die bedryfskapitaal van R20 miljoen word gefinansier op 'n 50:50 basis deur aandeelkapitaal en langtermynlenings teen 'n rentekoers van 12%.

Die belastingkoers sowel as beleggings- en aanvangstoelaes is soos huidige van toepassing.

In die eerste fase van hierdie model aanvaar ons geen inflasie (konstante pryse) asook die huidige prysbeheer formule. Let daarop dat die wins voor belasting en rente slegs R10,5 miljoen (8,75%) in plaas van R18 miljoen (15%) bedra. Die rede hiervoor is dat ons aanvaar dat verskeie aanlegte reeds in bedryf is en dat hul met eweredige tussenposes oor die vorige 15 jaar gebou is. Die gemiddelde gedepresieerde boekwaarde is dus slegs R50 miljoen en die toegelate wins slegs 15% van R50 miljoen plus R20 miljoen = R10,5 miljoen.

Daar word voorts aanvaar dat 'n dividendkoers van 8% op aandeelkapitaal betaal word vir die duur van die projek (15 jaar) en dat die lening van R60 miljoen nie gedelg word nie. Rente op surplusfondse word in berekening gebring teen 'n koers van 12%. Vir belastingdoeleindes word die aanleg oor tien jaar afgeskryf.

## Die geval met geen inflasie

Hierdie geval is in die lig van hedendaagse inflasie natuurlik vër verwyder van die werklikheid. Nogtans om die effek van in-

flasie te verstaan moet ons kortliks kyk na die rendement en kontantvloei implikasies van hierdie model.

**Tabel 2 Geval met geen inflasie (R miljoen)**

	Jaar 1	Jaar 8	Jaar 15
Wins voor rente en belasting	10,5	10,5	10,5
As % van gedepre- sieerde kapitaal en be- driyfskapitaal	9,3%	15,7%	52,5%
Rente: betaal ontvang	(7,2) 0,4	(7,2) 6,0	(7,2) 11,6
Wins voor belasting	3,7	9,3	14,9
Belasting	-	4,3	6,9
Wins na belasting	3,7	5,0	8,0
As % van aandeel- houdersbelang	6,2%	7,6%	10,1%
Dividend	3,7	4,8	4,8
Kumulatiewe kontant- posisie			124,0
VKV-opbrengs %			10,6%

Wins voor rente en belasting bly as gevolg van die aanname van konstante pryse konstant oor die 15 jaar periode. As gevolg van die afskrywing van vaste bates neem die wins voor belasting en rente as persentasie van gedepre- sieerde kapitaal, sterk toe oor die periode.

Die belegging van surplusfondse veroorsaak dat rentever- dienstes gou die voorbelaste wins uit die bedryf van die aanleg oorskry.

In die eerste jaar van bedryf word die volle na-belasting wins as dividend betaal omdat dit onvoldoende is vir 'n 8% dividend op aandeelkapitaal. (Die tekort van dividend word in die daar- opvolgende drie jaar ingehaal)

Die gebruik van beleggings- en aanvangstoelae veroorsaak dat geen belasting in die eerste paar jaar betaalbaar word nie.

Die VKV-opbrengs van 10,6% is bereken op 'n na-belasting basis en lyk dus redelik aantreklik in verhouding tot die voor- belaste rentekoers van 12%. Indien die risiko's van vaste kapitaalbelegging in ag geneem word is dit egter onaantreklik.

Die uitstaande kenmerk van hierdie "geen inflasie" model gebaseer op normale prysbeheerprosedures, is egter dat dit voldoende kontant produseer om die reële waarde van die belegging in stand te hou nadat 'n redelike (konstante reële) dividend op die aandeelkapitaal betaal is. Die kumulatiewe kontantposisie aan die einde van die 15 jaar is voldoende om die aanleg te vervang en nog R24 miljoen oor te laat.

### Die geval met inflasie

Om die rendement en kontantvloei-implikasies te illustreer vir die situasie waar ons wel onder prysbeheer aan inflasie onderhewig is is die volgende aanpassings aan die basiese model gemaak:

- (a) Omset, grondstofkoste en bedryfskoste is ge-eskaleer teen 12% per jaar.
- (b) Omset is aangepas vir die feit dat slegs 2/3 van die addi-

sionele (inflasie) depre- siasie toegelaat word deur prysbe- heer.

- (c) Voorsiening is gemaak vir befondsing uit interne kontant- vloei van stygende koste van bedryfskapitaal. (12% eskalasie)

- (d) Ten einde die reële waarde van dividende aan aandeelhou- ers konstant te hou is die 8% aanvanklike dividend jaarliks aangepas met die infalsiekoers van 12%.

Die resultate hiervan is soos volg:

**Tabel 3 Geval met inflasie (R miljoen)**

	Jaar 1	Jaar 8	Jaar 15
Wins voor rente en be- lasting	10,5	28,6	68,8
As % van gedepre- sieerde kapitaal en bedriyfskapitaal	9,3%	31,4%	70,4%
Rente: betaal ontvang	(7,2) 0,4	(7,2) 9,9	(7,2) 24,6
Wins voor belasting	3,7	31,3	86,2
Belasting	-	14,5	39,9
Wins na belasting	3,7	16,8	46,3
As % van aandeel- houdersbelang	6,2%	19,9%	24,6%
Dividende	3,7	10,6	23,5
Kumulatiewe kontant			155,2
VKV-opbrengs %			16,35%

Hoewel winste en die verskeie rendementskriteria in die eerste jaar onaantreklik lyk bereik dit gou aanvaarbare vlakke, en teen die agtste jaar van bedryf lyk beide voor- en na belaste winste reeds baie aantreklik. Die wins na belasting as persentasie van aandeelhoudersbelang (19,9%) in die agtste jaar, vergelyk ook goed met die bes presterende beursgenoteerde industriële maatskappye.

Die VKV opbrengskoers van 16,35% is ook aantreklik in verhouding tot die rentekoers van 12%, veral ook as in ag geneem word dat die VKV op 'n na-belasting basis bereken is.

Die probleem is egter dat inflasiemodel onvoldoende kontant produseer om die aanleg te vervang en dus, na die betaling van 'n konstante reële dividend, nie die reële waarde van die aandeelhouer se belegging in stand kan hou nie. Teen 'n in- flasiekoers van 12% per jaar beloop die vervangingswaarde van die oorspronklike R100 miljoen aanleg na 15 jaar reeds ongeveer R550 miljoen. Terwyl die aandeelhouers oorspronklik 50% van die kapitaalkoste van die aanleg kon befonds kan hulle nou slegs 28,4% van die kapitaalbehoefte bybring (dit wil sê 57% van hulle deel van die befondsing). Die balansstaat van hierdie onderneming wys uit die aard van die saak aan die end van die 15de jaar presies dieselfde resultaat. Die oor- spronklike aandeelhoudersbelang (R60 miljoen) moes teen 'n in- flasiekoers van 12% aan die einde van die 15de jaar R328 mil- joen beloop het. In werklikheid is aandeelhoudersbelang slegs R188 miljoen of 57% van hierdie bedrag.

### Die geval met prysdifferensiasie

Gedurende die afgelopen aantal jare is daar wat sekere vervaar- digingsaktiwiteite in die kunsmisbedryf betref, afgewyk van die normale beginsel van 'n enkele prys vir alle vervaardigers. Sodanige prysdifferensiasie lei dan tot die sogenaamde

poelstelsels waarvolgens al die verbruikers van die betrokke produk slegs die gemiddelde prys betaal, maar die onderskeie produsente verskillende pryse vir die produk realiseer. Onder hierdie stelsel word die hoë prysprodusente effektief deur die lae prys produsente gesubsidieer.

Prysdifferensiasie kan plaasvind op basis van verskille in grondstofkoste, bedryfskoste of kapitaalkoste (ouderdom van aanleg). Aangesien differensiasie op basis van ouderdom van aanleg (en dus op basis van kapitaalkoste) dikwels gepropageer word sal ons slegs die finansiële implikasies van hierdie tipe van differensiasie hier illustreer.

**Tabel 4** Geval met Inflasie en Prysdifferensiasie (R miljoen)

	Jaar 1	Jaar 8	Jaar 15
Wins voor rente en belasting	18,0	20,0	33,0
As % van gedepre- sieerde kapitaal en be- dryfskapitaal	15,9%	22,0%	33,8%
Rente: betaal	(7,2)	(7,2)	(7,2)
ontvang	0,4	10,9	14,6
Wins voor belasting	11,2	23,7	42,2
Belasting	-	10,9	19,5
Wins na belasting	11,2	12,8	22,7
As persentasie van aan- deelhouersbelang	16,7%	14,3%	23,5%
Dividend	4,8	10,6	23,5
Kumulatiewe kontant- posisie	-	-	60,5
VKV-opbrengs %	-	-	14,38%

Wat onmiddellik hier opval is dat die betrokke onderneming reeds in sy eerste jaar 'n redelike rendement op sy belegging verdien. Wins voor rente en belasting as % van kapitaal is reeds in lyn met die 15% toegelaat deur prysbeheer (effens hoër as gevolg van eerste jaar se depresiasie). Selfs wins na belasting as persentasie van aandeelhouersbelang is reeds in die eerste jaar op 'n heel aanvaarbare vlak. Hierdie aanvaarbare rendement word bereik deurdat die betrokke onderneming se prys verhoog word ten koste van ander ondernemings, met ouer aanlegte en 'n laer boekwaarde van vaste kapitaal, wat 'n laer prys moet aanvaar. Die gemiddelde prys van die produk bly egter onveranderd.

Nieteenstaande die verlaging in boekwaarde van vaste kapitaal wat vir hierdie onderneming 'n prysverlagende effek het, vind matige eskalاسie van sy prys en winste voor rente en belasting tog plaas as gevolg van eskalاسie van bedryfskapitaal en die gedeeltelike toelating van waardevermindering op vervangingswaarde (twee-derdes van addisionele waardevermindering) deur prysbeheer.

Die betrokke onderneming het in werklikheid egter deur die toepassing van differensiasie op basis van kapitaalkostes (ouderdom van aanleg) aansienlike langtermynwinste opgeoffer vir addisionele korttermyn winste. (Vergelyk vorige geval, waar normale prysbeheer onder inflasietoestande geïllustreer is, se eerste jaar wins voor rente en belasting van R10,5 miljoen en 15de jaar wins voor rente en belasting van R68,8 miljoen).

As gevolg van die groot verdiskonterings effek op latere jare se inkomste en kleiner verdiskonterings effek op vroeër jare se in-

komste, het die groot opoffering van later jare se inkomste egter 'n klein invloed op die VKV-opbrengs % van hierdie prysgedifferensieerde onderneming. (Vergelyk 16,35% van normale prysbeheergeval).

Die nadele vir die onderneming onderhewig aan prysdifferensiasie gebaseer op aanlegouderdom word egter op mees trefende wyse geïllustreer deur die kumulatiewe kontantposisie aan die einde van die periode (R60,5 miljoen). Hierdie bedrag verteenwoordig slegs 11% van vervangingswaarde van die aanleg en slegs 22% van die bedrag benodig vir instandhouding van reële belegging.

In die 15de jaar van bedryf is die vlak van winsgewendheid van hierdie onderneming ook reeds te laag om die reële waarde van dividende aan aandeelhouers te handhaaf. Indien die totale na belasting wins van R22,7 miljoen as dividend uitbetaal word is dit R0,8 miljoen laer as die vereiste vlak van R23,5 miljoen.

### Gevolgtrekkings

Die gevolgtrekkings van ons basiese model van 'n stroomaf belegging in die kunsmisbedryf kan beter bespreek word met behulp van die volgende vergelyking van die finansiële resultate van die drie gevalle in die 15de jaar van bedryf.

### (SIEN TABEL 5)

'n Vierde geval wat die situasie illustreer indien prysbeheer volle waardevermindering op vervangingswaarde sou toelaat, word in die tweede kolom getoon.

Die belangrikste gevolgtrekkings kan soos volg saamgevat word.

(a) Onder toestande van inflasie in 'n kapitaalintensiewe bedryf soos die kunsmisbedryf is konvensionele kriteria van rentabiliteit onvoldoende om winsgewendheid van projekte of gevalle (soos hierbo) te beoordeel. 'n Objektiewe norm van winsgewendheid kan alleen gevind word in die vermoë van die projek om reële waarde van belegging te handhaaf of te verbeter nadat voorsiening gemaak is vir 'n konstante reële dividend.

Vir al drie gevalle onder toestande van inflasie lewer die konvensionele kriteria aantreklike resultate terwyl ons voorgestelde objektiewe norm bewys lewer dat die projekte nie die reële waarde van die belegging kan in stand hou nie en gevolglik as onaantreklike beleggings beoordeel moet word.

Soos blyk uit die VKV-opbrengspersentasies en veral uit die na belasting opbrengste op aandeelhouersfondse in kolomme 3, 4 en 5, skiet konvensionele kriteria ook vër tekort in hul vermoë om die relatiewe winsgewendheid van beleggings te beoordeel. Volgens ons objektiewe norm — naamlik kumulatiewe kontantposisie as persentasie van vervangingskapitaal — is die geval in kolom 4 (differensie prysbeheer) ongeveer drie maal swakker as die geval in kolom 2 (volle vervangingswaarde depresiasie) en ongeveer 2½ keer beter as die geval van kolom 3.

Die konvensionele kriterium, "na belasting wins as persentasie van aandeelhouersbelang", gee egter soortgelyke waardes vir al drie gevalle. Die VKV-opbrengspersentasie faal ook in sy vermoë om die relatiewe renderendheid van die onderskeie gevalle uit te wys.

(b) Die probleem van onvoldoende rendement in die kunsmisbedryf (in terme van ons objektiewe norm) lê nie soseer by

Tabel 5 Vergelyking van 15de jaar (R miljoen)

	Prysbeheer met geen inflasie	Prysbeheer met inflasie en volle vervangingswaarde depresiasie	Prysbeheer met inflasie 2/3 van inflasie-depresiasie	Differensiële prysbeheer met inflasie
Wins voor rente en belasting	10,5	77,4	68,8	33,0
As % van gedepresieerde kapitaal plus bedryfskapitaal	52,5%	79,2%	70,4%	33,8%
Rente: betaal	(7,2)	(7,2)	(7,2)	(7,2)
ontvang	11,6	28,3	24,6	16,4
Wins voor belasting	14,9	98,5	86,2	42,2
Belasting	6,9	45,5	30,5	19,5
Wins na belasting	8,0	53,0	46,3	22,7
As % van aandeelhoudersbelang	10,1%	23,5%	24,6%	23,5%
Dividend	4,8	23,5	23,5	23,5
Kumulatiewe kontantposisie	124,0	193,5	155,2	60,5
As % van vervangingswaarde	124,0%	35,3%	28,3%	11,1%
VKV-opbrengs %	10,6%	17,1%	16,35%	14,38%

die prysbeheerformule nie maar eerder by die belasting-gaarder. Indien ons sou toegelaat word om vir belasting-doeleindes vervangingswaarde afskrywing toe te pas, sou die addisionele kontant behou in die onderneming as gevolg van belastingbesparings voldoende wees om die reële waarde van die belegging in stand te hou. Dit geld vir beide gevalle in kolom 2 en 3 en word ook geïllustreer deur die geen inflasie geval in kolom 1, waar voldoende kontant geproduseer word om selfs die reële waarde van die oorspronklike belegging te verhoog.

(c) 'n Stelsel van differensiële prysbeheer het nie net 'n nadelige invloed op die insentiewe tot verlaging van bedryfs- en kapitaalkostes nie maar hou ook ernstige langtermyn finansiële implikasies in vir die onderneming wat daaraan onderwerp word. Die finansiële implikasies is hier toegelig aan die hand van ons basiese model, aangepas vir differensiasie op basis van ouderdom van aanleg (dit wil sê differensiasie op basis van kapitaalkostes). Die nuwe aanleg geniet aanvanklik hoër absolute pryse en winste as die gemiddeld van die bedryf, maar moet in later jare laer pryse en winste as die gemiddeld aanvaar omdat sy rendement op sy eie gedepresieerde vaste kapitaal gebaseer word en nie op die gemiddelde boekwaarde van die bedryf nie. Die onderneming kan gevolglik in latere jare nie deel in die prysverhogende effek wat nuwe toetreders met hoër kapitaalkostes vir die normale prysbeheergeval tot gevolg het nie. Ten einde selfs tot 'n beperkte mate die reële waarde van sy aandeelhouders se belegging te beskerm is

dit egter noodsaaklik dat elke onderneming in sodanige prysverhogings moet deel.

Aangesien hierdie vorm van differensiasie in die korttermyn hoër winste vir 'n nuwe toetredere belowe en ook dikwels vir die owerheid aantreklik is omdat sodanige nuwe toetredere kon plaasvind onder die pryse drasties verhoog word, bestaan die gevaar dat beide partye prysdifferensiasie kan steun. Ons ontleding toon egter dat onder toestande van inflasie voortgesette toepassing van hierdie vorm van differensiasie moet lei tot 'n drastiese verarming van aandeelhouders en gevolglik tot 'n aansienlike verswakking in die beleggingsklimaat.

Die gevolgtrekkings hierbo is gebaseer op 'n model van 'n onderneming in die kunsmisbedryf onderhewig aan prysbeheer. Die model maak geen voorsiening vir negatiewe of positiewe afwykings wat noodwendig in die praktyk voorkom nie. Tegnieke en bedryfsprobleme, bemerkingsprobleme soos prysoorloë en droogtetoestande, tegnologiese ontwikkeling wat koste kan verlaag, en dies meer, kan die normale prysbeheerde rendemente aansienlik beïnvloed. Hierdie is die risiko's en potensiële "windfalls" waaraan enige ondernemer in 'n kapitalistiese land homself blootstel. Net soos die ondernemer nie kan verwag dat die owerheid hom moet vergoed indien sake skeef loop nie, kan daar ook geen aanspraak van buite op sy surplus winste wees indien sake beter as normaal verloop nie. Indien ons egter wil verhoed dat beleggings in hierdie bedryf tot stilstand kom moet die basiese model (die norm van renderendheid onder die prysbeheerstelsel) ten minste vir die belegger die vooruitsig van instandhouding van die reële waarde van sy belegging inhou.

## SUMMARY

*While return on investment per se is not very important, the relative profitability of the various industries must be taken into account when formulating economic policy.*

*The criterion of profitability used in price control is profit before tax and interest, as a percentage of depreciated fixed capital plus working capital. A criterion in general use in industry is profit after tax as a percentage of share capital. For evaluating new projects the internal rate of return on the basis of discounted cash flow (DCF-IRR) is used as a criterion.*

*These criteria do not, however, take into account the effect of inflation, and investors now are interested in the maintenance of the constant value of their investments.*

*In comparing these criteria in the case of the fertilizer industry, a simple model was used, based on present conditions. Fixed capital was taken as R100 million and working capital as R20 million. It was financed on a 50/50 basis by share capital and long-term loan at a 12% interest rate. Duration of the project was 15 years and dividends paid at a rate of 8% on share capital each year. The loan was not repaid and the plant was written off over 10 years.*

*Tax at 46,2% (present rate); turnover R150 million; raw materials R100 million. cash working capital R32,8 million; depreciation R6,7 million. This gives a profit of R10,5 million before tax and interest.*

*Four cases were considered; no inflation, with inflation, with price differentiation, and where price control allows full depreciation on replacement value.*

*The comparative results are summarised in Table 5.*

*This model illustrates the following:*

- (a) Under inflationary conditions the conventional criteria for the profitability of a capital intensive industry, such as the fertilizer industry, are inadequate. An objective norm for profitability must be able to indicate the ability of a project to at least maintain the constant value of the investment after provision has been made for a regular dividend at constant values. While the conventional criteria show all cases as attractive propositions, the objective norm shows that price control under inflation with full depreciation on replacement value (Table 5, Column 2) will best ensure maintenance of the constant value of investment — it gives the highest cumulative cash position.*
  - (b) If the fertilizer industry were to be allowed to employ, for tax purposes, a replacement value depreciation policy, tax savings would be sufficient to maintain the constant value of the investment. This is valid for the cases in columns 1, 2 and 3.*
  - (c) A system of differential price control is unsatisfactory on several counts although it is attractive over the short term. Under inflationary conditions this system may, however, lead to drastic impoverishment of shareholders.*
-